

外部压力舒缓，内部力量蓄聚

2023 年 12 月 16 日

股指 2024 年展望

报告要点：

创元投资咨询

2024 年美国软着陆，美联储预防式降息但降息幅度有限。

2023 年美国经济增长保持韧性，主要原因有三点：（1）美国财政政策超预期扩张。（2）美联储虽然维持紧缩货币政策，但美元流动性依旧保持充沛，如隔夜逆回购工具成为流动性“血包”和银行定期融资计划。（3）货币紧缩传递至经济中有滞后性，企业债大部分为中长期贷款，且固定利率占比高。

展望 2024 年，美国经济软着陆概率高，主要有三点：（1）美元依旧占世界主导地位，且历史上美国大选年财政政策宽松力度高于总统在任三年，预期美国财政将延续宽松，但因美债陆续到期，利息支出压力加大会侵蚀政策效果。（2）支撑今年消费的关键-居民超额储蓄将在 2024Q1 消耗殆尽，居民薪资是支撑消费关键，而目前美国劳动力总供给和总需求平衡，居民资产负债表健康，且薪资增速高企，能支撑美国个人消费。（3）美私人投资因美国将在 2024 年 1 月进入补库而向上修复。

美联储或因经济的放缓而预防式降息，但降息幅度有限，长期维持较高利率。原因有三点：（1）美国目前实际利率已经转正，对经济活动具备限制性，后续随着通胀回落，实际利率还有进一步提高空间，对经济的负面影响会有所凸显。（2）在 2024 年美联储面临失业率和通胀的双重目标，美联储 FOMC 议息会议释放货币政策重心转向信号，美联储货币政策叙事已经从加息范式转为降息范式。从 12 月点阵图上看 2024 年预期降息 75BP。（3）降息预期将刺激通胀，美通胀中枢难回落至 2%，另外在通胀中枢上行和拜登政府大规模财政刺激再工业化战略，将推高美国潜在经济增长率，美联储降息幅度有限。

2024 年国内经济向潜在增速中枢修复靠拢。2023 年为我国经历疫情后经济正常化的第一年，在 2022 年较低的经济基数下，市场对经济修复预期较高，但现实经济修复幅度低于市场预期，全年经济修

创元投资咨询

股指研究员：刘钊含

邮箱：liuyh@cyqh.com.cn

投资咨询资格号：Z0015686

复呈现波浪式走势，而导致国内经济修复不足预期的原因主要有三点：（1）广义财政支出力度不足。（2）土地收入下降，地方财政面临困境和隐性债务风险拖累稳增长政策效果。（3）存量债务压制企业和居民加杠杆的能力和意愿，融资需求乏力。

展望 2024 年，在政策层面刺激持续和经济内生动力逐步修复下，国内经济将向潜在增速中枢修复靠拢，呈现小幅修复。在 2024 年高校毕业生规模预计将达到 1179 万人的情况下，全年经济增速目标不会出现下调，或维持在 5% 的增长水平。而在 2023 年赤字率上调至 3% 下，2024 年赤字率或将继续上调来完成全年的经济增速，财政政策和货币政策也会继续发力。库存周期的补库使得制造业投资则保持韧性，基建则在政策支持下温和反弹，而拖累今年的房地产投资也将在政策层面支持下有望企稳，带动固定资产投资的回升，明年的核心关注点为房地产市场中城中村和保障房建设。另外因经济的延续修复，通胀回升，居民收入也会有所改善，居民负债表修复，在信心回暖下，明年消费也会延续修复走势。而针对出口方面，因美国货币紧缩政策的转向和进入补库周期，对我国的出口会起到拉动的作用。

短期来看，目前属于我国经济转型的重要时期，经济会延续稳中求进，货币政策和财政政策虽然会继续发力但不会大水漫灌，会为经济转型争取更多时间。中长期来看，在入世之后我国经济经历了快速发展，目前我国经济潜在增速中枢下移，会更加注重经济的高质量发展，目前房地产政策的调整、政策对先进制造业的大力支持、金融服务实体经济的定调均为服务我国经济的转型、高质量的发展。

A 股策略：展望 2024 年，宏观层面中国将延续处理在经济结构转型中的各种问题，面临的房地产和地方债务风险还会持续，货币政策和财政政策会协同发力来解决经济面临的问题。同时美国将进入补库周期，对我国出口拉动也会增强。在总需求逐步改善下，中国经济修复的趋势未变，但难以大幅上行。而 A 股的企业盈利端也将迎来小幅修复。而在流动性方面，2024 美联储紧缩政策也面临拐点，而这会使得中美利差的缩减，对人民币汇率和外资流出的压力会减轻，我国货币政策的压力会降低。总体宏观面情况将好于 2023 年。在 A 股估值端看，目前市场信心疲弱，各指数估值处于历史偏低水平，A 股市场下方空间有限，机会大于风险。在流动性保持宽松，且无大幅增量资金入场的背景下，预计 2024 年股指维持在 3000 点以上的宽幅震荡，结构性行情预期依旧主流。注重成长风格的表现。同时在美联储转向宽松政策不及预期时，关注高股息板块的阶段性表现。

目录

| | |
|------------------------------------|-----------|
| 一、海外：美国经济软着陆，美联储预防式降息 | 4 |
| 1.1 2023 年美国保持韧性 | 4 |
| 1.2 财政、消费、投资保持扩张，2024 年美国软着陆 | 8 |
| 1.3 2024 年美国或预防式降息但降息幅度有限，长期维持较高利率 | 12 |
| 二、国内：宽货币宽财政，经济修复回归均衡 | 18 |
| 2.1 就业市场改善，消费延续修复 | 21 |
| 2.2 房地产投资内生向下压力大，关注三大工程对冲 | 23 |
| 2.3 基建投资将提振 | 24 |
| 2.4 制造业进入补库周期 | 25 |
| 2.5 美国进入补库将提振我国出口 | 28 |
| 2.6 通胀温和回升 | 30 |
| 2.7 宏观政策延续宽松，但重结构高于总量 | 30 |
| 三、A 股投资策略 | 33 |

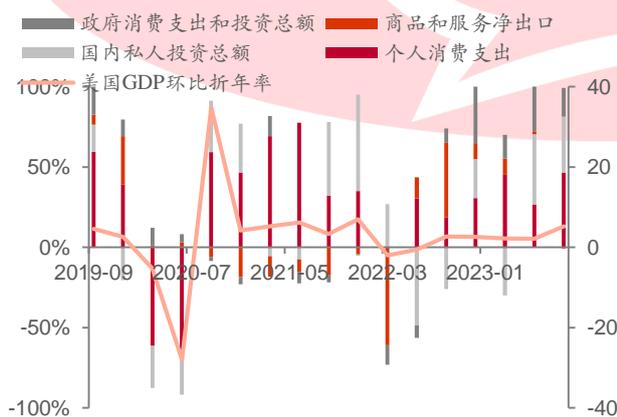
一、海外：美国经济软着陆，美联储预防式降息

在欧美通胀不断创新高的背景下，美联储因未及时遏制通胀，后因高通胀压力，2022 年美联储只能采取激进的紧缩货币政策。在快速大幅加息后，2023 年市场焦点转为最终加息的高度并对高利率维持的时间。而在高利率下，美国通胀回落，但经济却表现超出市场一致预期的韧性十足。2023 年 1-3 季度平均增速为 3.1%，高于 2015-2019 年季度均值 2.5%。展望 2024 年美国预期放缓，软着陆的概率加大，而美联储也会因此而采取预防式降息，但降息幅度有限。

1.1 2023 年美国保持韧性

在经历快速大幅加息后，2023 年美国经济增长依旧维持在较高水平。美国三季度实际 GDP 季环比年率增速为 4.9%，大幅高于二季度 2.1%，创 2022 年以来新高；同比为 2.9%，二季度为 2.4%。分部门来看，个人消费支出拉动三季度 GDP 增速 2.69%，私人投资拉动 GDP 增长 1.47%，政府支出拉动 GDP 增长 0.79%，净出口拖累 GDP 增速 0.08%。其中个人消费是经济增长的主要动力，私人投资和政府支出为次要动力，净出口则小幅拖累。在个人消费支出中，商品对 GDP 拉动 1.08%，前值为 0.11%，而服务对 GDP 的拉动高达 1.62%，前值为 0.44%。房租和医疗保险贡献最大。

图 1：美国 GDP 环比拉动率



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 2：美国花旗经济意外指数重心朝上

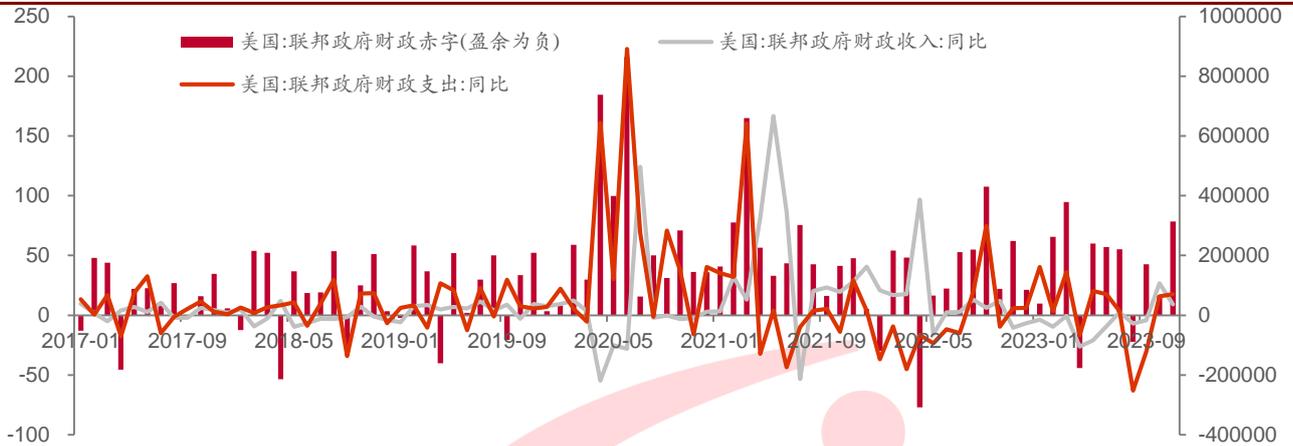


资料来源：Wind、创元投资咨询

美国经济保持韧性使得市场对美国经济陷入衰退的预期不断修正，而在高利率下美国经济保持韧性的原因主要有三点原因：

第一，美财政政策超预期扩张。美国 2023 财年赤字率为 6.3%，较 2022 年提升 0.8%。美国因地缘政治冲突和自身产业链安全加大军费和产业支出，从而进一步扩大财政赤字。财政的扩张部分对冲了紧缩货币政策。

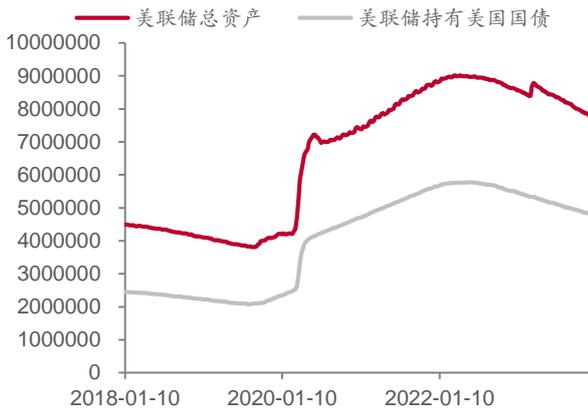
图 3：美国政府财政收入、支出、赤字



资料来源：Wind、创元投资咨询

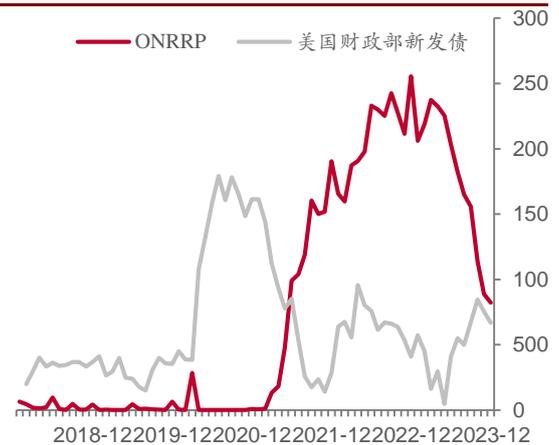
第二，美联储虽然维持紧缩货币政策，但美元流动性依旧保持充沛。美联储从 2022 年 3 月开始加息，6 月开启缩表，资产负债表总规模由最高接近 9 万亿美元降至今年 11 月的 7.8 万亿美元，缩表 1 万亿美元。而自 2022 年 6 月美联储开启缩表同时，隔夜逆回购工具使用量在 2.2 万亿美元的水平。2023 年 5 月底美国民主党和共和党就提高债务上限达成共同决议，美国国会众议院投票通过了提高政府债务上限的法案，6 月美财政部可以进行新国债发行，在此之后美债利率便不断抬升，而从 6 月到 11 月，隔夜逆回购工具使用量降至 1 万亿美元水平。隔夜逆回购也成了补充美财政部新发债的流动性的工具。而自隔夜逆回购工具成为流动性“血包”后，银行的超额储蓄并未受到量化紧缩的负面影响，这也为银行进行放贷等提供了流动性。另外 3 月美硅谷银行倒闭使得流动性危机情绪上升，美联储成立了借贷期限为 1 年的银行定期融资计划（BTFP），美银行流动性危机得以控制，而这也是向银行提供流动性。

图 4：美联储总资产



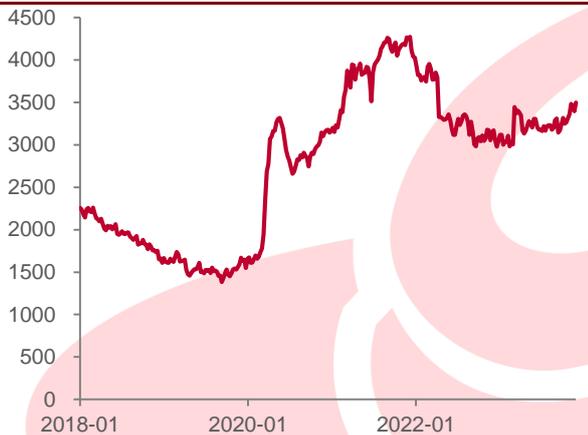
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 5：美国隔夜逆回购对冲财政部新发债



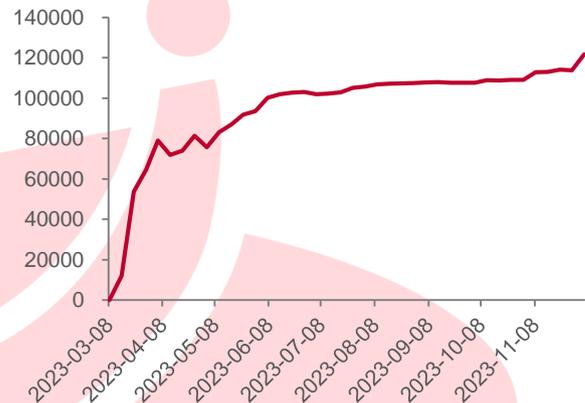
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 6：美国银行准备金未受影响



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 7：美国短期银行融资工具 BTFP



资料来源：Wind、创元投资咨询

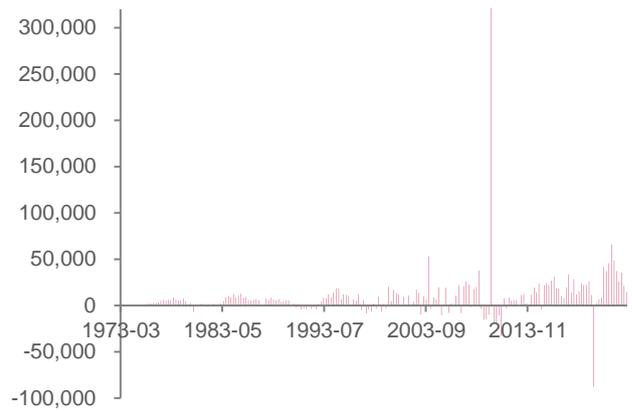
第三，美国流动性虽然维持紧缩，但传递至经济中有滞后性。在美联储货币紧缩政策下，美国 M2 同比水平已经下降至-3.36%（2023 年 10 月），处于历史极低水平，实体经济信用处于紧缩的状况。但对于居民和企业部门的影响则表现不同。信用紧缩对居民部门的负面影响已经显现，目前居民部门贷款大部分为消费类别的短贷，再融资成本高，目前信用卡违约率已经大幅上升，居民还贷的压力也在加大。而对于企业部门，虽然银行已经收紧贷款标准，贷款量也从 2022 年就开始回落，但对企业负面影响还未完全显现。而造成企业对美国加息反映滞后的原因主要是企业贷款结构中固定利率占比较高，企业债券中 90%为固定利率，且绝大部分贷款为中长期贷款，因此债券成本固化使得企业对加息有所脱敏。

图 8：美国 M2 将至历史低水平



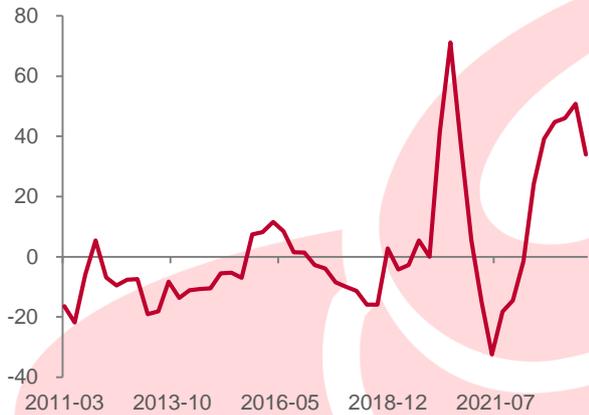
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 9：美国季度新增消费贷款



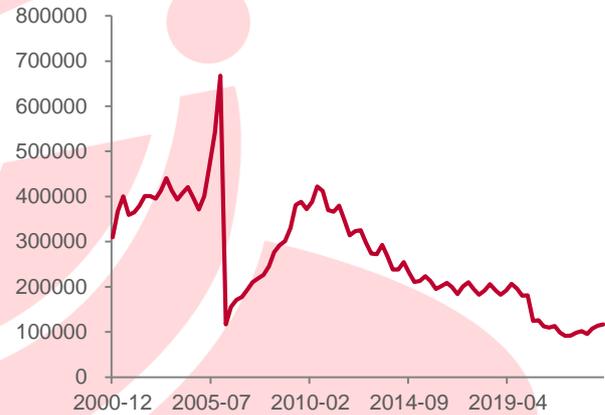
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 10：美国银行贷款下行



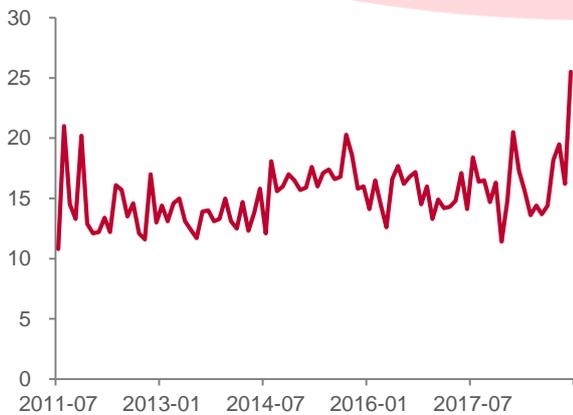
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 11：美国企业破产申请



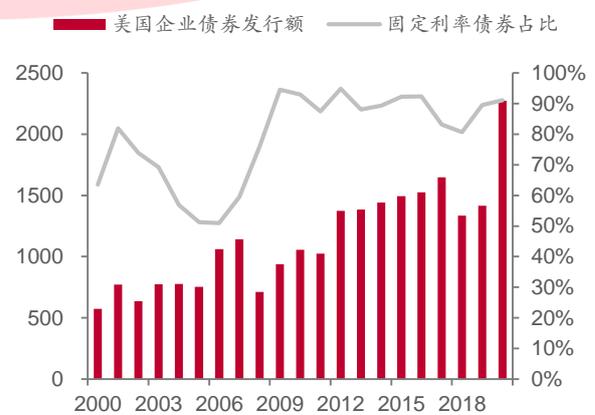
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 12：美国企业债券平均久期长



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 13：美国企业债券中固定利率占比高



资料来源：Wind、创元投资咨询

1.2 财政、消费、投资保持扩张，2024 年美国软着陆

(1) 财政延续宽松但利息支出压力侵蚀政策效果

2024 年美国财政宽松将延续。美财政部公布 2023 财年最终赤字为 6.3%，较 2022 年上升 0.8%。在美国政府杠杆率较高的前提下，美评级机构下调了美国主权债务评级，而我国也在 2023 年减持美债，但从全球海外投资者持有美债的份额来看，外国投资者持有美债的份额还是处于增持趋势中。并且从全球外汇储备体系中来看，美元所占的份额由 2022 年年末 58.51% 上升至 2023 年 Q2 的 58.87%，美元依旧占据主导地位。在此基础上，美国财政有能力继续延续宽松。

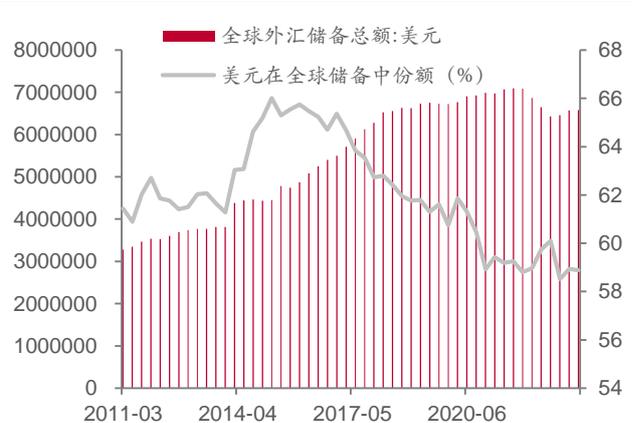
同时在大选年，财政宽松概率高。2024 年为美国大选年，从历史上看美国政府在大选年的财政宽松力度大概率高于总统在任的三年，统计来看自 1968 年 46 届开始至 2020 年的 59 届，71.43% 的概率大选年赤字率高于总统在任三年。另外从美国大选的时间节奏上看，1-6 月为美国总统初选，7 月-8 月共和党和民主党将确定候选人，9 月-10 月会进行集中的辩论和拉票，11 月大选，2025 年 1 月总统入主白宫，因此从时间来看，2024 年上半年是确定总统的重要节点，财政有提前发力的动能。

但是不利的一面则是在高利率下，随着美债的陆续到期，后续高企的融资成本将使得美国国债利息支出增加，限制美国宽松财政政策效果。

图 14：海外投资者增持美债



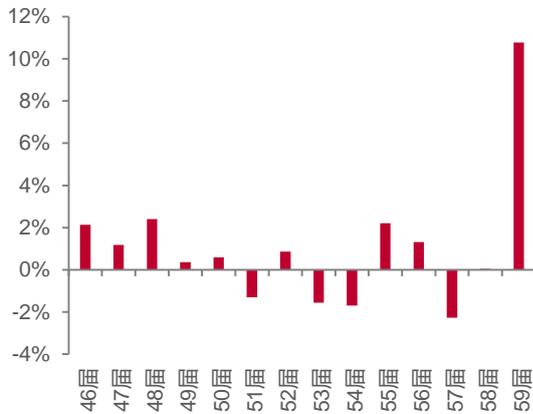
图 15：美元的全球储备



资料来源：Wind、创元投资咨询

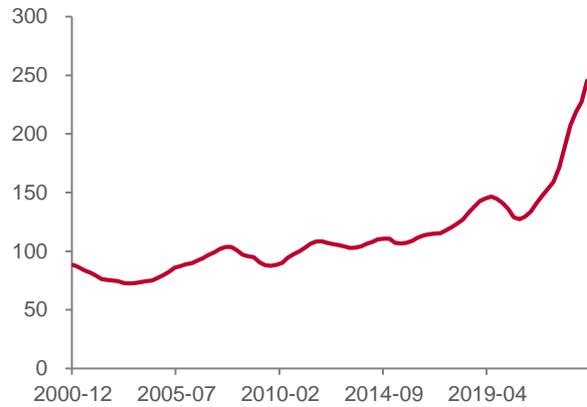
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 16：大选年赤字率较总统三年提高概率大



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 17：美国政府利息支出（单位十亿美元）

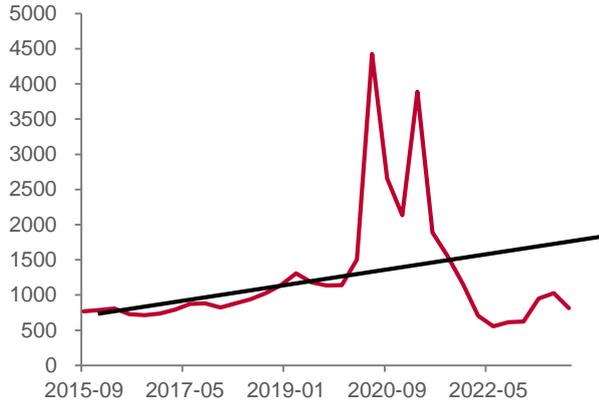


资料来源：Wind、创元投资咨询

(2) 居民超额储蓄将在 Q1 消耗殆尽，2024 年居民薪资是支撑消费的关键

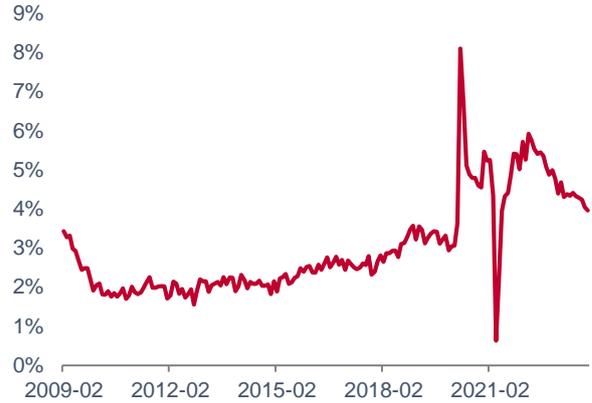
2024 年居民超额储蓄消耗殆尽，对消费支持减弱，但居民资产负债表稳健，且劳动力供需保持总量平衡，2024 年个人消费具备韧性。从收入端来看，因为疫情期间美国采取极度宽松的财政政策，居民部门超额储蓄快速上升。根据美国旧金山联储测算，自 2020 年至 2021 年 8 月疫情期间美国居民积累了 2.1 万亿美元的超额储蓄，截止至 2023 年 9 月已经消耗 1.7 万亿美元，剩余 4000 万亿美元。但随着 2023 年 10 月美国学生贷款偿还的恢复，疫情积累的居民超额储蓄消耗的速度将加快。按照 25 个月消耗 1.7 万亿的速度来看，预计到 2024 年一季度居民超额储蓄将消耗殆尽。因此在 2024 年居民薪资是支撑消费的关键。而在薪资方面，在美国加息的背景下，虽然居民时薪增速和职位空缺数有所回落，但依旧高于疫情前水平，处于高位。同时美并且目前美国劳动力市场总供给和供需求总体处于平衡的状况，因此居民时薪增速后续回落的速度会缓慢。就业的韧性也使得 2024 年美国个人消费具备韧性。

图 18: 美国私人部门储蓄 (十亿美元)



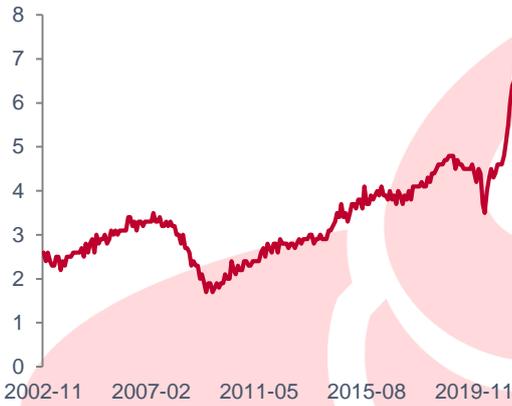
资料来源: Wind、创元投资咨询

图 19: 美国私人非农员工平均时薪同比



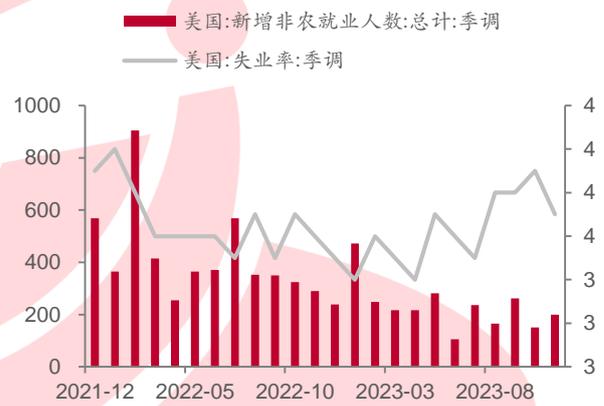
资料来源: Wind、创元投资咨询

图 20: 美国职位空缺率



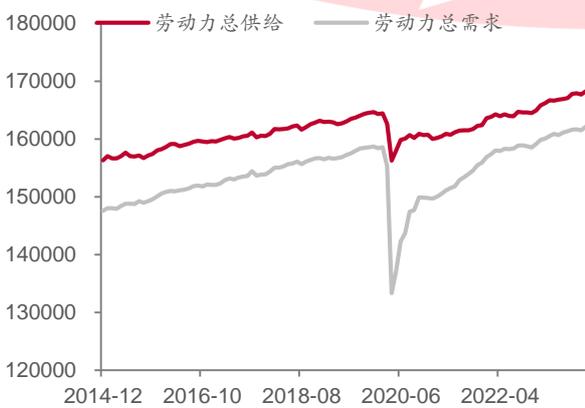
资料来源: Wind、创元投资咨询

图 21: 美国失业率和新增就业人口



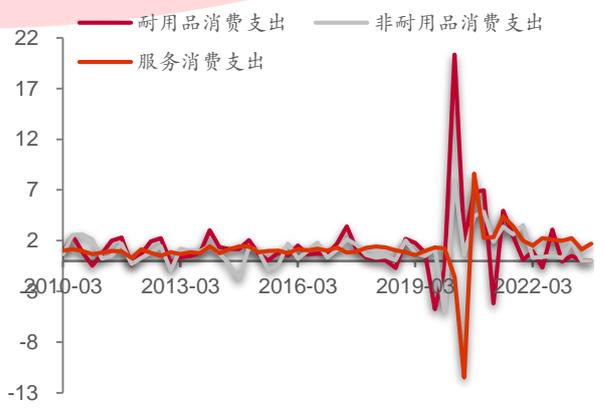
资料来源: Wind、创元投资咨询

图 22: 美国劳动力总供给和供需平衡



资料来源: Wind、创元投资咨询

图 23: 美国消费品支出增速



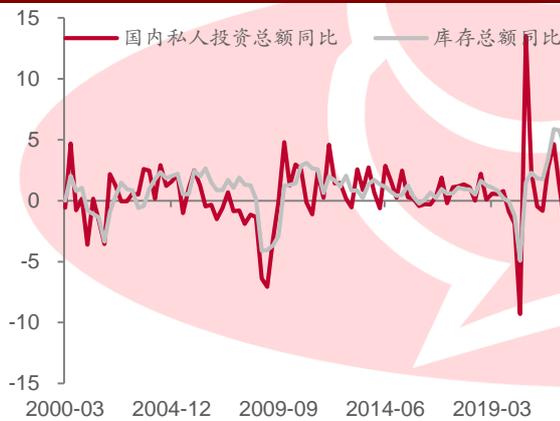
资料来源: Wind、创元投资咨询

(3) 2024 年私人投资因美国将进入补库周期而向上修复

美国国内私人投资与美国企业库存增速走势基本保持一致。从库存周期来看，美国自 1993 年经历 8 轮库存周期，目前处于第 9 轮库存周期中。一个完整的库存周期在 3 年左右，其中补库的平均时间为 20 月，去库的平均时间为 19 月。本轮库存周期自 2020 年 7 月开始，已经持续 41 个月，其中在 2022 年 7 月进入去库中，去库时间已经持续 17 个月。因此从时间来看，到 2024 年 1 月美国将迎来库存周期的拐点，转向补库，2024 年全年将持续补库的阶段。从目前来看零售商库存增速有出现企稳拐点，或提前进入补库。

从历史上看，美国进入补库阶段有两种方式，第一种是为应对危机而依靠政策而进入补库，例如 2008 年的金融危机和 2020 年的疫情。第二种则是经济内生的修复过渡到补库。而 2024 年美国的补库为第二种。历史上看美国 ISM 的 PMI 新订单指数领先库存周期 6-9 月，而从新订单指数在 2023 年 5 月出现拐点，按照此节奏同样能测算出 2024 年 1 月美国将进入补库。而美国的私人投资也会受此提振向上修复。

图 24：美国私人投资与库存总额同比一致



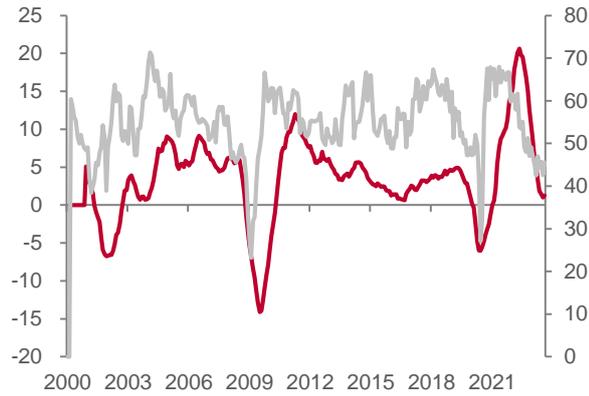
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 25：美国库存周期



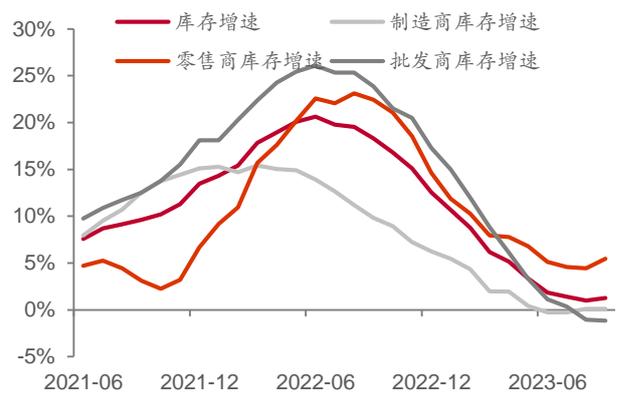
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 26: ISM 新订单 PMI 领先美国库存周期 3M



资料来源: Wind、创元投资咨询

图 27: 美国企业总库存及分项库存增速



资料来源: Wind、创元投资咨询

图 28: 美批发商库存同比

| 日期 | 2023-10-31 | 2023-09-30 | 2023-08-31 | 2023-07-31 | 2023-06-30 | 2023-05-31 | 2023-04-30 | 2023-03-31 | 2023-02-28 | 2023-01-31 | 2022-12-31 | 2022-11-30 | 2022-10-31 | 2022-09-30 |
|---------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 批发商库存同比 | -2.32% | -1.33% | -1.03% | 0.36% | 1.13% | 3.32% | 6.11% | 8.83% | 11.96% | 15.02% | 17.30% | 20.51% | 21.83% | 23.88% |
| 耐用品 | 2.03% | 2.85% | 3.53% | 5.05% | 6.86% | 9.32% | 11.10% | 12.86% | 15.48% | 17.19% | 19.36% | 22.25% | 24.14% | 25.80% |
| 汽车及零部件 | 12.83% | 13.39% | 14.22% | 16.68% | 18.93% | 21.37% | 22.35% | 24.57% | 25.26% | 24.57% | 22.99% | 27.08% | 32.15% | 35.02% |
| 家具家居 | -15.17% | -16.29% | -13.83% | -11.82% | -8.53% | -5.18% | -1.40% | 2.05% | 7.80% | 14.01% | 21.37% | 29.03% | 35.86% | 42.75% |
| 木材建材 | -8.33% | -8.21% | -9.00% | -10.35% | -10.78% | -9.36% | -8.50% | -5.59% | -4.23% | 3.09% | 9.66% | 14.37% | 12.43% | 14.95% |
| 专业及商业设备 | -7.09% | -7.49% | -6.43% | -6.68% | -4.72% | -2.64% | -1.11% | 0.98% | 3.34% | 5.72% | 9.60% | 15.52% | 16.25% | 18.64% |
| 电脑设备 | -15.10% | -17.22% | -18.66% | -19.77% | -18.93% | -18.34% | -15.50% | -13.22% | -8.90% | -7.51% | -3.90% | 5.33% | 8.35% | 14.87% |
| 金属及矿产 | -5.68% | -5.19% | -5.25% | -4.39% | -4.22% | 0.13% | 1.88% | -0.51% | 0.35% | 1.75% | 3.92% | 10.39% | 11.86% | 18.63% |
| 电气及电子产品 | -3.29% | -4.09% | -3.37% | 2.30% | 5.63% | 10.01% | 13.67% | 16.05% | 21.73% | 21.18% | 24.67% | 27.83% | 33.14% | 33.95% |
| 五金用品 | -4.91% | -3.04% | -1.89% | 0.45% | 3.17% | 5.01% | 8.42% | 13.04% | 18.64% | 21.94% | 24.89% | 27.68% | 31.46% | 34.11% |
| 机械设备 | 16.06% | 19.76% | 20.76% | 21.40% | 23.85% | 25.92% | 26.69% | 27.64% | 28.79% | 29.25% | 29.41% | 27.46% | 25.22% | 21.43% |
| 杂项 | -3.81% | -3.44% | -2.91% | -2.76% | -3.70% | -2.80% | -1.29% | 0.66% | 4.24% | 7.95% | 9.84% | 11.09% | 14.87% | 20.46% |
| 非耐用品 | -8.87% | -7.59% | -7.78% | -6.52% | -7.12% | -5.21% | -1.05% | 3.05% | 6.88% | 11.81% | 14.26% | 17.98% | 18.52% | 21.13% |
| 纸制品 | -19.35% | -19.24% | -15.74% | -15.64% | -14.13% | -9.16% | -4.48% | 1.79% | 4.80% | 6.03% | 8.82% | 12.79% | 15.07% | 15.79% |
| 药品 | 2.89% | 2.83% | 2.39% | 6.44% | 4.87% | 7.94% | 8.67% | 10.47% | 10.84% | 13.72% | 10.82% | 13.88% | 10.68% | 13.73% |
| 服装 | -20.28% | -20.33% | -15.76% | -11.30% | -3.91% | 2.99% | 8.16% | 16.94% | 23.53% | 36.33% | 45.97% | 56.24% | 62.39% | 71.63% |
| 食品 | -4.46% | -5.16% | -5.44% | -5.95% | -4.57% | -2.27% | 2.21% | 3.91% | 7.60% | 9.33% | 13.26% | 16.57% | 19.48% | 22.61% |
| 农产品 | -25.13% | -26.52% | -28.44% | -32.03% | -37.64% | -40.32% | -35.28% | -26.82% | -19.68% | -10.10% | -5.13% | -0.60% | 0.85% | 2.89% |
| 化学品 | -13.23% | -12.91% | -14.10% | -9.02% | -6.29% | -0.83% | -2.06% | 1.17% | 4.60% | 9.29% | 14.25% | 17.41% | 20.63% | 26.27% |
| 石油产品 | -15.27% | -4.07% | -9.85% | -9.05% | -15.95% | -16.61% | -5.39% | -4.43% | 2.72% | 13.00% | 14.78% | 22.76% | 12.02% | 17.52% |
| 酒 | -0.54% | 2.03% | 4.27% | 6.87% | 10.04% | 15.50% | 17.26% | 20.56% | 22.21% | 21.80% | 19.96% | 22.16% | 24.02% | 24.12% |
| 杂项 | -8.01% | -5.65% | -5.68% | -5.58% | -6.62% | -5.31% | -0.15% | 4.76% | 8.19% | 10.83% | 15.54% | 15.59% | 21.34% | 19.16% |

资料来源: Wind、创元投资咨询

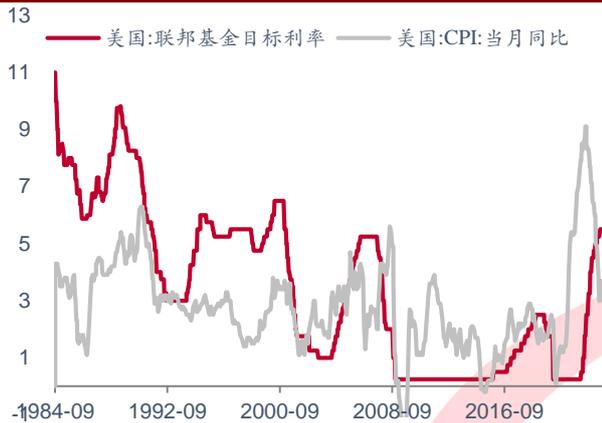
1.3 2024 年美国或预防式降息但降息幅度有限，长期维持较高利率

(1) 美国实际利率已经转正，对经济活动具备限制性

从 2022 年开始美联储大幅加息，目前已经加息了 525BP，有效联邦基金利率已经处于历史的高位。而在高利率的环境下，美国通胀也开始回落，并且从实际利率来看，自 2023 年 4 月开始，美国实际利率水平已经开始转正，

截止至 12 月 14 日，美国实际利率为 1.7%，对经济活动已经具备限制性。另外从历史上 2008 年 9 月经济衰退发生时，实际利率为 1.85%，在通胀后续回落下，实际利率还有进一步提高的空间。同时从上述的 2023 年美国具备韧性原因来看，高利率的负面影响传递至经济中具有滞后性，随着时间推移，对经济的负面影响会有所凸显。

图 29：美联储的加息周期



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 30：美国实际利率

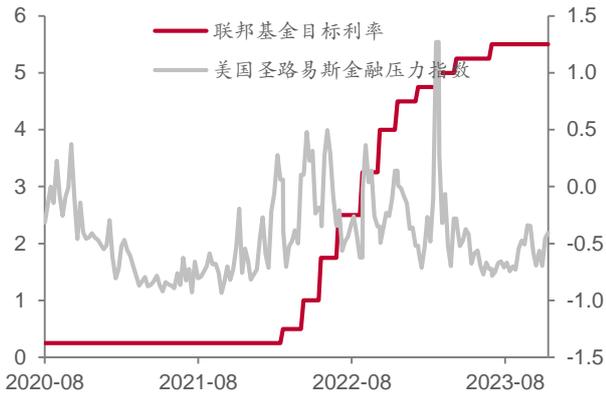


资料来源：Wind、创元投资咨询

(2) 美联储货币政策重心转向，在经济走弱下或预防式降息

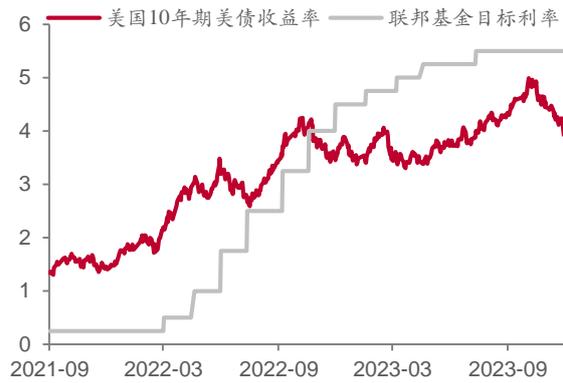
2023 年，在美国金融环境大幅收紧的背景下，美国地区银行开始暴露危机，美联储开始关注紧缩带来的金融风险，并且在 6 月、9 月、11 月均暂停加息。而 11 月的暂停加息主要原因还有美债供给过度，需求不佳，供需不平衡带来美债收益率的上升，从而美联储选择暂停加息以平衡美债收益率快速冲高的影响。与此同时，尽管美联储不断强调目前通胀水平依旧较高且表示后续会进一步采取货币紧缩的措施，但美联储政策重心也从快速加息来控制通胀转为最终政策利率的高度和维持高利率的时间长度，货币政策叙事已经从加息的范式转为降息的范式。

图 31：2023 年 3 月美国银行金融压力



资料来源：Wind、创元投资咨询

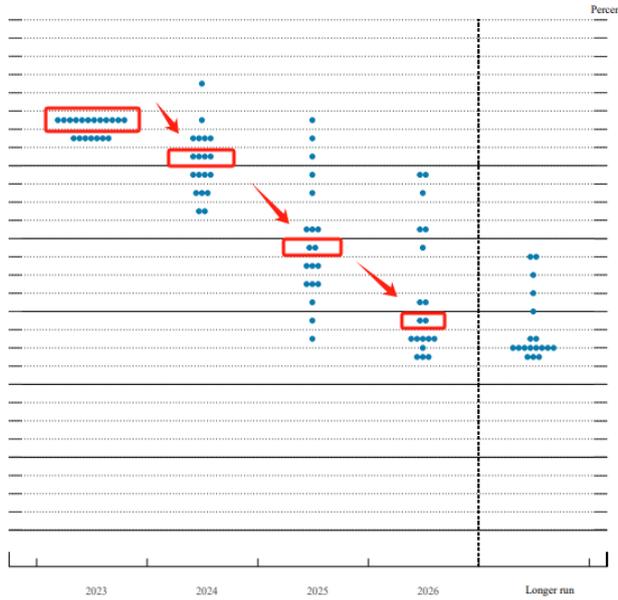
图 32：11 月美 10 年期利率走高令美联储暂停加息



资料来源：Wind、创元投资咨询

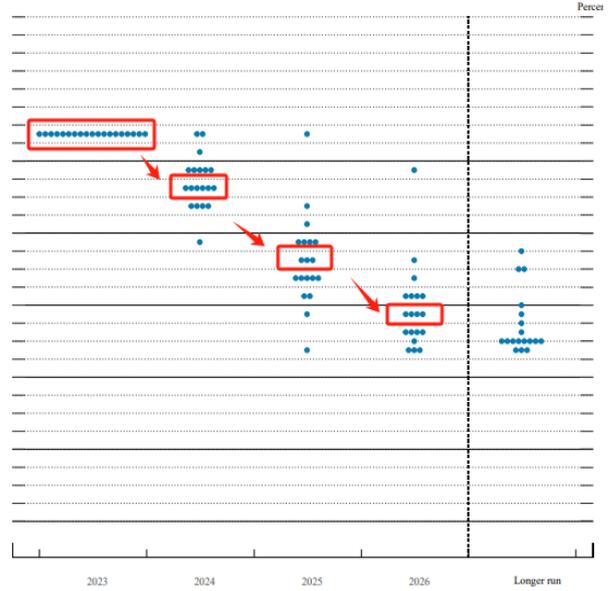
美联储 11 月 FOMC 议息会议如市场预期暂停加息，且声明中暗示美联储对目前利率水平满意，并且与之前一样表示在确定货币政策紧缩程度时候，会考虑货币政策对经济和通胀影响的滞后性，保留了再次加息的可能性。整体声明偏鸽。鲍威尔在新闻发布会上也表示美债利率上升已经使得金融环境收紧，也表示加息已经接近终点。而在 12 月时候鲍威尔再次表示美联储政策利率已经进入限制性区域，美联储后续将谨慎行事，平衡紧缩不足和过度紧缩的风险。市场的核心焦点已经转为美联储后续会多快降息，降息的幅度是多少。12 月的 FOMC 议息会议更加确定了美联储货币政策的转向，维持利率不变，并且美联储上调了经济预期，下调了通胀预期。从 12 月点阵图显示，2024 年降息幅度由 50BP 调整至 75BP，而从 CME 利率期货市场信息来看，市场的预期更为激进，预期美联储会在 2024 年 3 月降息，全年累计降息幅度在 150BP 左右。

图 33：2023 年 9 月 FOMC 会议利率点阵图降息 50BP



资料来源：FED、创元投资咨询

图 34：2023 年 12 月 FOMC 会议利率点阵图降息 75BP



资料来源：FED、创元投资咨询

图 35：2023 年 9 月美联储经济预测

| Variable | Median ¹ | | | | |
|---|---------------------|------|------|------|------------|
| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | Longer run |
| Change in real GDP | 2.1 | 1.5 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| June projection | 1.0 | 1.1 | 1.8 | | 1.8 |
| Unemployment rate | 3.8 | 4.1 | 4.1 | 4.0 | 4.0 |
| June projection | 4.1 | 4.5 | 4.5 | | 4.0 |
| PCE inflation | 3.3 | 2.5 | 2.2 | 2.0 | 2.0 |
| June projection | 3.2 | 2.5 | 2.1 | | 2.0 |
| Core PCE inflation ⁴ | 3.7 | 2.6 | 2.3 | 2.0 | |
| June projection | 3.9 | 2.6 | 2.2 | | |
| Memo: Projected appropriate policy path | | | | | |
| Federal funds rate | 5.6 | 5.1 | 3.9 | 2.9 | 2.5 |
| June projection | 5.6 | 4.6 | 3.4 | | 2.5 |

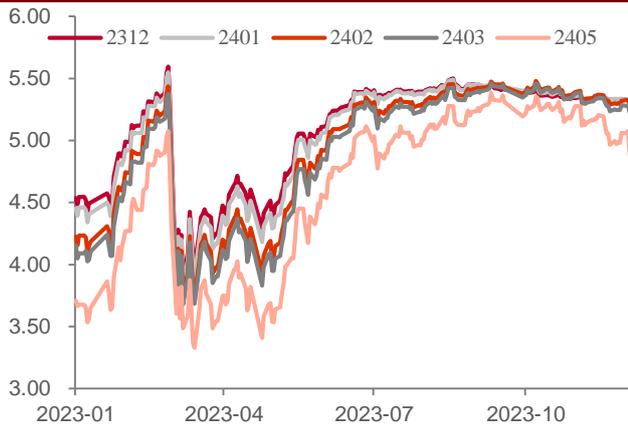
资料来源：FED、创元投资咨询

图 36：2023 年 12 月美联储经济预测

| Variable | Median ¹ | | | | |
|---|---------------------|------|------|------|------------|
| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | Longer run |
| Change in real GDP | 2.6 | 1.4 | 1.8 | 1.9 | 1.8 |
| September projection | 2.1 | 1.5 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| Unemployment rate | 3.8 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 |
| September projection | 3.8 | 4.1 | 4.1 | 4.0 | 4.0 |
| PCE inflation | 2.8 | 2.4 | 2.1 | 2.0 | 2.0 |
| September projection | 3.3 | 2.5 | 2.2 | 2.0 | 2.0 |
| Core PCE inflation ⁴ | 3.2 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | |
| September projection | 3.7 | 2.6 | 2.3 | 2.0 | |
| Memo: Projected appropriate policy path | | | | | |
| Federal funds rate | 5.4 | 4.6 | 3.6 | 2.9 | 2.5 |
| September projection | 5.6 | 5.1 | 3.9 | 2.9 | 2.5 |

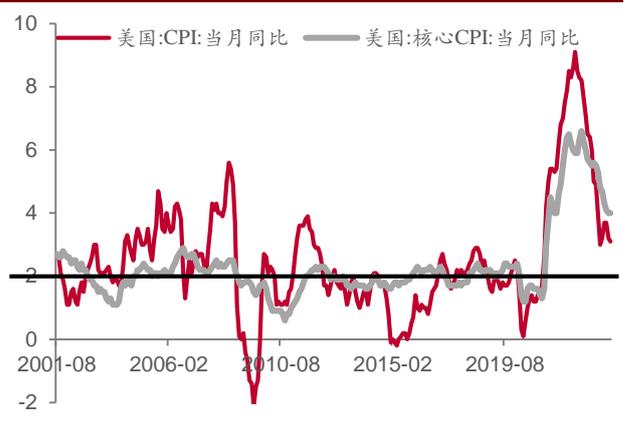
资料来源：FED、创元投资咨询

图 37：期货市场隐含政策利率



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 38：美国通胀



资料来源：Wind、创元投资咨询

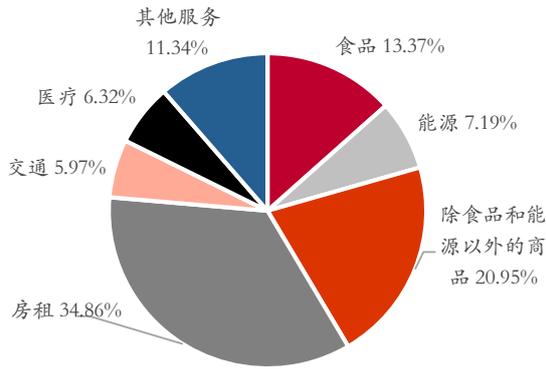
综上所述，2024 年美国的经济虽然消费、财政等因素边际回落，但因 2024 年美国将进入补库，经济软着陆的概率大，美联储在 2024 年面临失业率和通胀的双重目标，因此可能在经济走弱情况下采取预防式降息的方式。

(3) 通胀中枢难回落至 2% 和美经济适应高利率，美联储降息幅度较小

在美国经济具备韧性下，美国 2024 年通胀虽然会延续降温，但难以回落至目标 2%，且如美联储采取预防式降息又会重新刺激美通胀。从美国核心 CPI 通胀结构中来看，分为服务和商品，服务当中住房项的占比最大，达到 34.86%。住房方面，一般房屋的价格会领先住房租金一年半左右，而 2023 年房屋价格已经出现拐头向下，预期 2024 年将延续回落的趋势，因此住房项的降温会使得通胀在 2024 年回落。而在住房项目之外的服务，因居民超额在 2024 年 Q1 的消耗殆尽，2024 年主要依靠薪资支撑，因此此服务部分 CPI 回落速度偏缓。而在商品方面，因 2024 年美国将进入补库周期，商品预期回暖支撑 CPI。整体来看，2024 年美通胀将延续回落，但回落斜率偏低。而从中长期来看，因地缘政治紧张以及去全球化抬头，全球供应链重构将抬升生产成本，同时传统能源供给相对趋紧，能源价格易涨难跌，通胀将保持韧性。从目前来看，美国 10 年期 TIPS 国债的隐含通胀预期为 2.2% 左右，远高于疫情前 2015-2019 年 1.8% 的水平。美通胀或长期高于 2% 的目标，而美联储的通胀目标 2% 或上修。

同样在美通胀中枢上行下会推高美的名义利率，再叠加拜登政府上台后的大规模财政刺激的再工业化战略，或使得美国潜在增长率也会有所增长，因此美国的政策利率中枢也会高于疫情前的水平。因此在此基础之上，2024 年美国降息幅度也有限。

图 39：美国 CPI 构成



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 40：房价领先房租 CPI



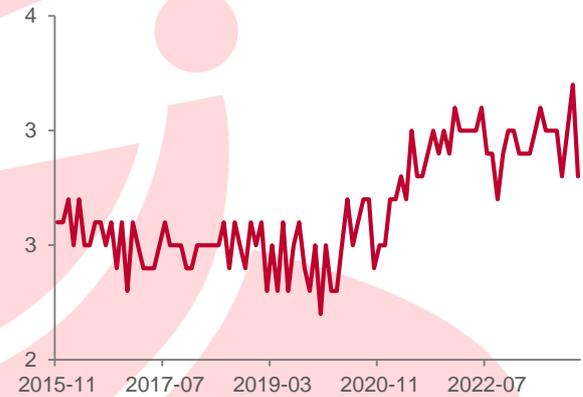
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 41：美国债券市场隐含通胀



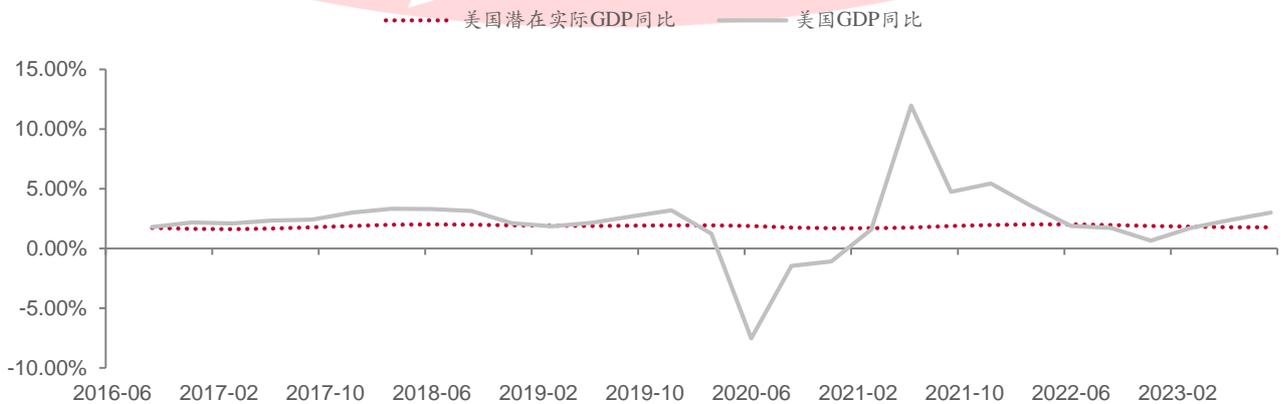
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 42：美国密歇根大学 5 年通胀



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 43：美国潜在实际 GDP



资料来源：Wind、创元投资咨询

二、国内：宽货币宽财政，经济修复回归均衡

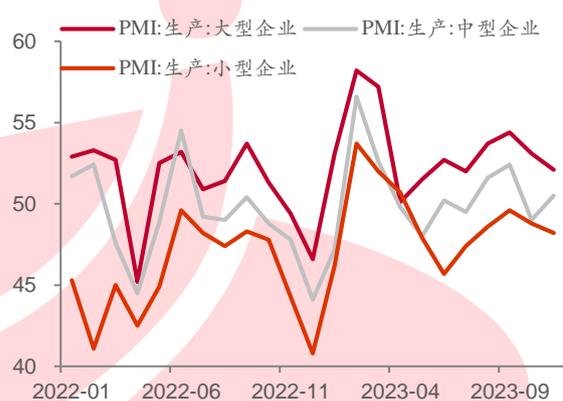
2023 年是在经历三年疫情后国内经济正常化的第一年，在 2022 年较低的经济基数下，市场对经济修复预期较高，但现实经济修复幅度低于市场预期，全年经济修复呈现波浪式走势，一季度 GDP 同比增长 4.5%，二季度 GDP 同比增长 6.3%，三季度 GDP 同比增长 4.9%，前三季度 GDP 同比增长 5.2%，经济弱修复的格局并未改变，四季度只要完成 4.4% 的增长就能实现全年 5% 的增长目标。而从 PMI 分项来看，目前大型企业 PMI 处于荣枯线上，整体表现韧性，但中型企业和小型企业 PMI 均处于荣枯线下，而且民企 BCI 企业经营状况指数、利润前瞻指数均低于疫情前水平，这说明目前经济整体还是呈现总需求和市场信心修复不足的状态。

图 44：中国 GDP



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 45：PMI

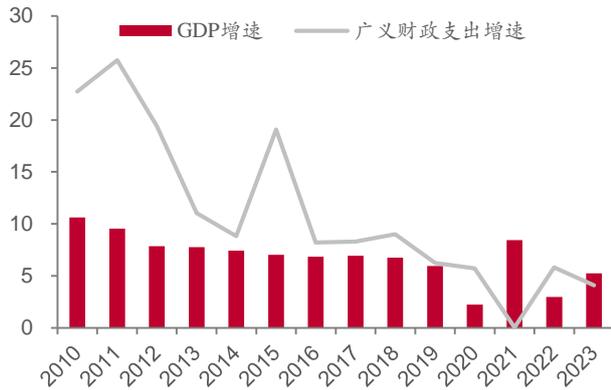


资料来源：Wind、创元投资咨询

导致国内经济修复不足预期的原因主要有三点原因：

第一广义财政支出力度不足。正常年份来看，广义财政支出均高于 GDP 增速，而在经济压力较大的年份财政发力的力度会更大，而从我国 2023 年前三季度来看，财政支出力度明显不足，前三季度公共财政支出均值为 4.1%，而前三季度 GDP 当季同比平均增速为 5.23%。

图 46: 2023 前三季度广义财政支出低于 GDP 增长



资料来源: Wind、创元投资咨询

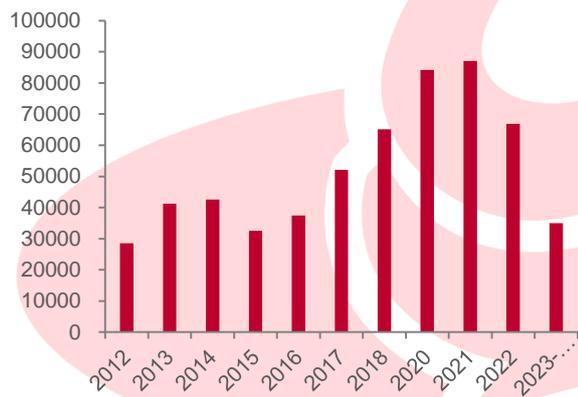
图 47: 全国财政收入与支出累计同比



资料来源: Wind、创元投资咨询

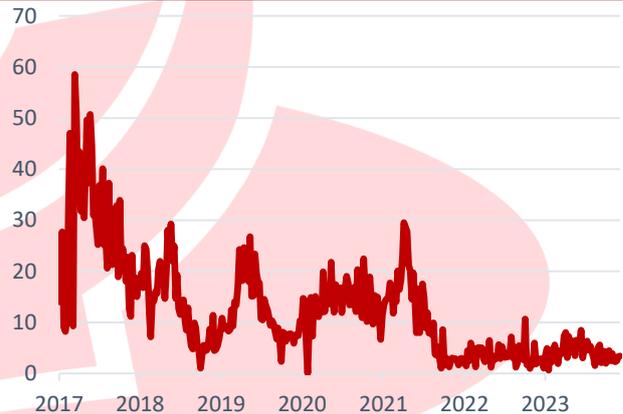
第二土地收入下降, 地方财政面临困境和隐性债务风险拖累稳增长政策效果。另外因房地产周期的向下, 地方财政收入土地财政收入显著回落, 同时叠加地方政府本身的隐性债务风险, 使得财政政策的效果打折扣。

图 48: 国有土地使用权出让收入



资料来源: Wind、创元投资咨询

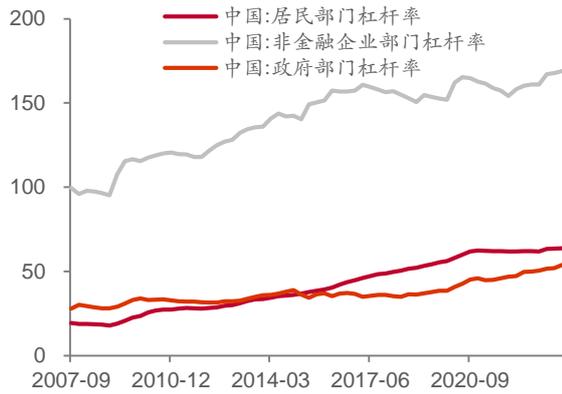
图 49: 100 大中城市成交土地溢价率



资料来源: Wind、创元投资咨询

第三存量债务压制企业和居民加杠杆的能力和意愿, 融资需求乏力。年初以来, 监管层维持宽松的货币政策, 并且多次下调 LPR, 市场融资成本回落, 但资金处于空转当中, 货币政策乘数效应没有显现。主要原因在于目前企业和居民的杠杆率高企, 信心不足, 总需求偏弱。

图 50: 各部门杠杆率 (%)



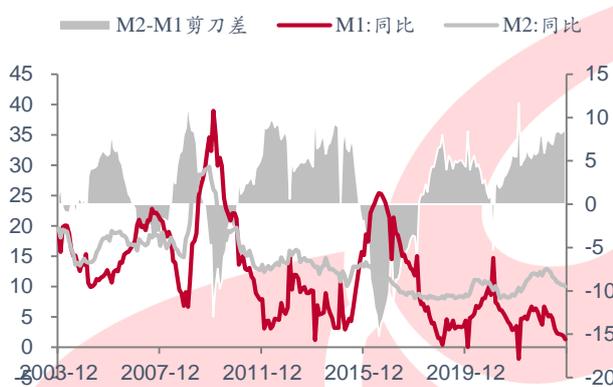
资料来源: Wind、创元投资咨询

图 51: 贷款需求指数



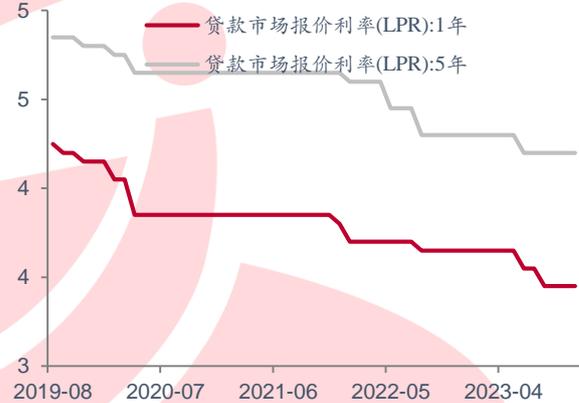
资料来源: Wind、创元投资咨询

图 52: M1 和 M2 同比增速



资料来源: Wind、创元投资咨询

图 53: 贷款市场报价利率 (LPR)



资料来源: Wind、创元投资咨询

总体来看, 经济在房地产周期向下和地方政府去杠杆下, 对政策层面刺激反映有限。

展望 2024 年, 在政策层面刺激持续和经济内生动力逐步修复下, 国内经济将向潜在增速中枢修复靠拢。在 2024 年高校毕业生规模预计将达到 1179 万人的情况下, 全年经济增速目标将不会出现下调, 或维持在 5% 的增长水平。而在 2023 年赤字率上调至 3% 下, 2024 年赤字率或将继续上调来完成全年的经济增速, 财政政策和货币政策也会继续发力。库存周期的补库使得制造业投资则保持韧性, 基建则在政策支持下温和反弹, 而拖累今年的房地产投资也将在政策层面支持下有望企稳, 带动固定资产投资的回升, 明年的核心关注点为房地产市场城中村和保障房建设。另外因经济的延续修复, 通胀回升, 居民收入也会有所改善, 居民负债表修复, 在信心回暖下, 明年消费也会延续修复走势。而针对出口方面, 因美国货币紧缩政策的转向和进入补库周期, 对我国的出口会起到拉动的作用。

短期来看，目前属于我国经济转型的重要时期，经济会延续稳中求进，货币政策和财政政策虽然会继续发力但不会大水漫灌，会为经济转型争取更多时间。中长期来看，在入世之后我国经济经历了快速发展，目前我国经济潜在增速中枢下移，会更加注重经济的高质量发展，目前房地产政策的调整、政策对先进制造业的大力支持、金融服务实体经济的定调均为服务我国经济的转型、高质量的发展。

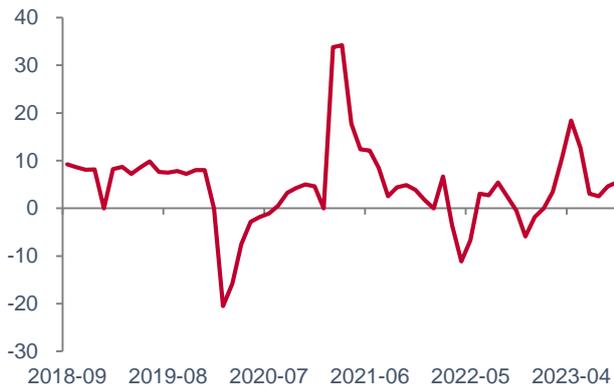
2.1 就业市场改善，消费延续修复

2023 年因低基数和疫情后的经济的重启，消费呈现回升的态势，但整体复苏偏弱。2023 年 1-10 月社会消费品零售总额累计同比增长 6.9%，与 2022 年同期两年平均增速为 3.75%，低于 2021 与 2020 年两年同期平均增速 4.5%。分消费类型来看，服务消费好于商品消费，2023 年 1-10 月餐饮类消费累计同比增速为 1.5%，而商品零售累计同比增速为 5.6%。服务消费的快速修复在于疫情后线下消费场景的恢复，之前受到抑制的服务消费得到释放。从商品零售类型来看，必选消费品具备一定韧性，1-10 月粮油食品类累计同比增速为 5.2%，与 2022 年同期两年平均增速为 7.1%；可选消费品中金银珠宝类和服装鞋帽针纺织品类增速最高，累计增速分别为 12% 和 10.2%，大幅高于近两年平均增速 6.85% 和 2.9%。与住房相关的家用电器、家具和建筑及装潢材料类则保持弱势，1-10 年累计增速分别为 0.3%、2.9% 和 -7.5%。

制约 2023 年消费修复的原因主要有二点，第一则是解决就业的中小企业经营状况不佳，不愿扩大资本支出，从而使得就业修复缓慢，影响居民收入和消费信心。从家庭存款结构中定期储蓄存款走高，家庭调查储蓄率高于疫情前能说明目前居民消费信心的疲弱。第二则是房地产周期的向下使得房地产相关配套的消费不振，在房地产市场信心、财富效应减弱下，以及替代市场的证券市场低迷、理财产品收益不佳下，使得居民财富缩水，对消费产生负面的影响。

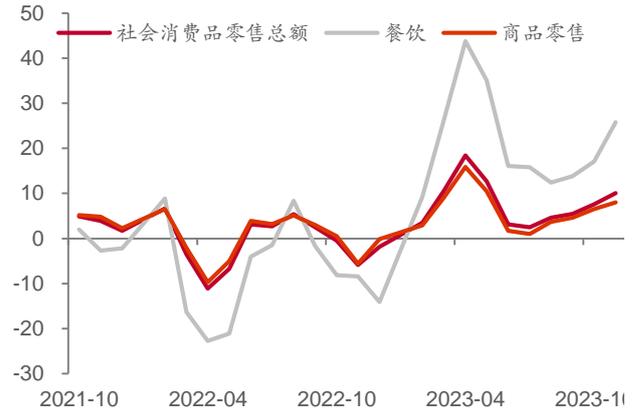
展望 2024 年，预期消费将延续改善，社零消费与其潜在趋势水平间的缺口会缩窄。一是失业率出现下滑，劳动力市场出现改善，这有利于居民收入的增加，促进消费。二是在政策保交楼、促销费的政策支持下，房地产市场的收缩驱缓，目前二手房市场已经欧索改善，预期会带动相关耐用品消费的修复。

图 54: 社会消费品零售总额:当月同比



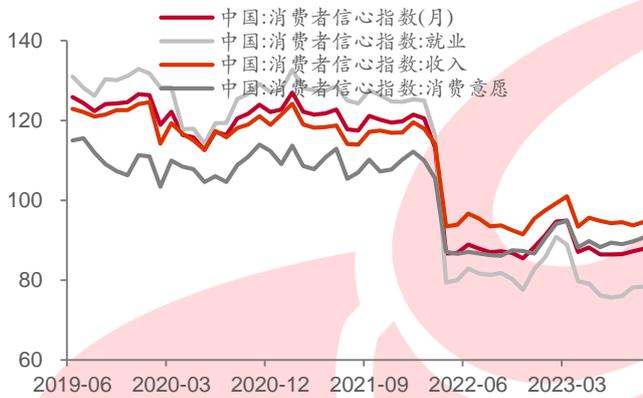
资料来源: Wind、创元投资咨询

图 55: 服务消费好于商品消费



资料来源: Wind、创元投资咨询

图 56: 中国消费者信心指数



资料来源: Wind、创元投资咨询

图 57: 调查失业率



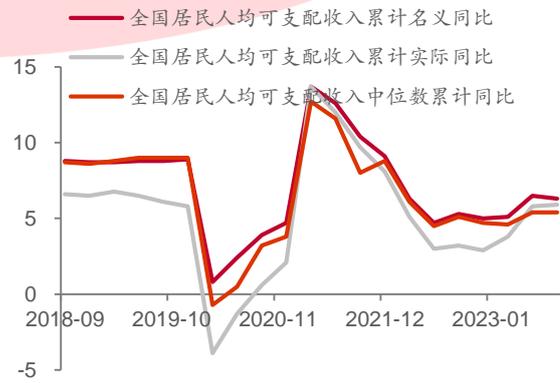
资料来源: Wind、创元投资咨询

图 58: 民企 BCI 指标



资料来源: Wind、创元投资咨询

图 59: 居民收入增速



资料来源: Wind、创元投资咨询

2.2 房地产投资内生向下压力大，关注三大工程对冲

房地产市场在近几年政策的严格调控，例如房企的“三道红线”（负债率、产权负债比、现金流负债比），银行的“两个上限”（房地产贷款和个人住房贷款占银行贷款比例），购房者的“四限政策”（限购、限贷、限价、限售）的高压政策下逐渐拐头向下。2023年房地产政策延续宽松，但未扭转地产投资下跌的趋势。房地产行业主要调控放松在8月后，7月政治局会议中提出“要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，随后房地产的政策才进一步放松，在保交楼、城中村改造、融资端政策的支持下，2023年房地产投资降幅有所收窄。整体来看，2023年房地产投资因“保交楼”政策的支持下，复工和竣工端保持高景气支撑地产投资，但房企购置土地、新开工、销售面积均呈现下跌，对地产投资起到拖累。

展望2024年，房地产投资因竣工段支撑减弱，内生下行的压力依旧较大，而地产下行对冲的关键在于关注房地产“三大工程”政策(保障房、城中村改造、平急两用)的实施效果。房地产投资下行的原因有两点，第一则是从长期来看，目前国内人口结构的变化和经济的转型，房地产投资上限受到压制。第二则是从房地产前瞻指标来看，明年房地产的竣工端支撑主要为2021年房地产的新开工，竣工端滞后新开工30个月，而从2021年来看，2021年3月开始房地产新开工大幅走弱，因此在2023年10月竣工端也会受其影响走弱，而2024年竣工端对房地产投资的支撑将要弱于2023年，地产投资下行压力加大。而2024年对冲房地产下滑的重要政策变量在于需求端的“三大工程”。第一是保障房投资，在2023年8月25日国常会中通过了《关于规划建设保障性住房的指导意见》，保障房建设上升到长期制度方面的顶层设计，对房地产投资有积极作用。第二为城中村改造，2023年4月中央政治局会议中提出要在超大特大城市积极稳步推进城中村改造。7月21日国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。第三的平急两用部分与基建相关。而对于“三大工程”在12月的政治局会议中强调房地产要先立后破，加快推动“三大工程”的立的实现。因此在需求端政策上的支持会是对冲地产投资的重要变量。

图 60: 房地产开发投资 (%)



资料来源: 美国劳工部、创元投资咨询

图 61: 房屋新开工、施工、竣工面积同比增速



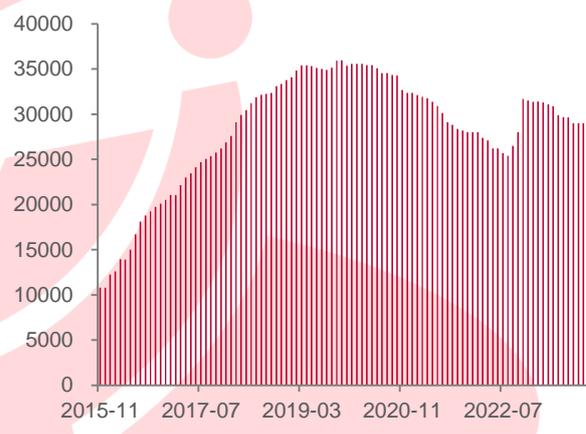
资料来源: Wind、创元投资咨询

图 62: 房屋新开工面积和竣工面积滚动同比增速



资料来源: Wind、创元投资咨询

图 63: 抵押补充贷款(PSL)期末余额



资料来源: Wind、创元投资咨询

2.3 基建投资将提振

2023 年基础设施投资增速温和发力, 由 2022 年 11.5% 下降至 2023 年 1-10 月的 8.3%。基建投资的下滑的主要原因有三点, 第一全年 GDP 增长目标为 5% 低于预期, 且在经历疫情后预期消费的重启和房地产政策回暖能拉动经济的增长, 因此完成 5% 目标在市场预期中大概率实现, 从而使得基建在 2023 年发力的动能降低。第二因房地产销售不佳, 房企拿地意愿降低, 政府土地财政收入的下降也使得政府隐性债务风险加大。

在 2023 年 10 月 24 日中央通过了在 2023 年四季度增发万亿国债来帮助地方政府化债, 同时严控增量, 而这也使得财政赤字率由 3% 提升至 3.8%。中央突破赤字率加杠杆来转移地方隐性债务也为 2024 年政策打开了空间。

基于目前中央政府偏低的杠杆率，后续中央政府存在继续加杠杆的可能，2024 年关注万亿国债项目、平急两用公共基础设施的投资建设。预期 2024 年基建投资将发力拉动经济增长。

图 64：基建投资累计同比



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 65：土地收入增速和基建投资增速基本一致



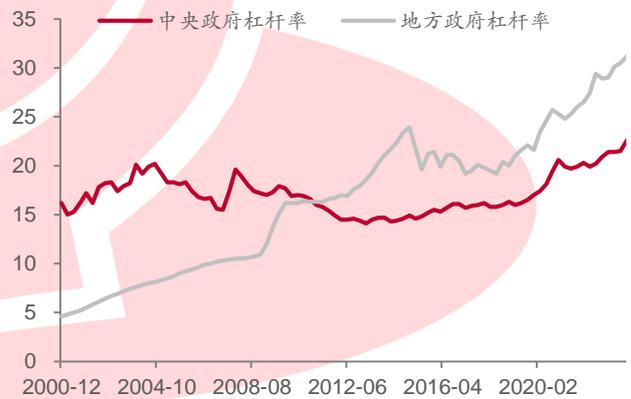
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 66：土地收入占地方财政收入



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 67：政府杠杆率



资料来源：Wind、创元投资咨询

2.4 制造业进入补库周期

2023 年制造业投资保持韧性，增速由 2022 年的 9.1% 下降至 2023 年 1-10 月的 6.2%，但好于整体的固定资产投资增速 2.9%，部分对冲了房地产投资的拖累。从结构上看，高技术产业投资 1-10 月同比增长 11.1%，引领效果明显。制造业投资放缓但保持韧性的原因有三点，第一疫情导致全球供应链紧张和俄乌战争对中国出口的拉动减弱，今年从 5 月开始出口增速持续负增长，但出口交货值两年平均累计同比依旧为正，出口回落有限。

同时内需的修复一定程度推动制造业投资的增长。第二规模以上工业企业利润同比虽然下降，但今年降幅一直在持续收窄，PPI也呈现触底迹象，这也助于制造业投资的回暖。第三因产业链安全，国家政策对制造业倾斜，各项金融支持制造业的力度加大，截止至三季度制造业中长期短款中长期贷款余额同比增长38.2%，相比其他服务业、房地产、基础设施等贷款增速明显偏高。

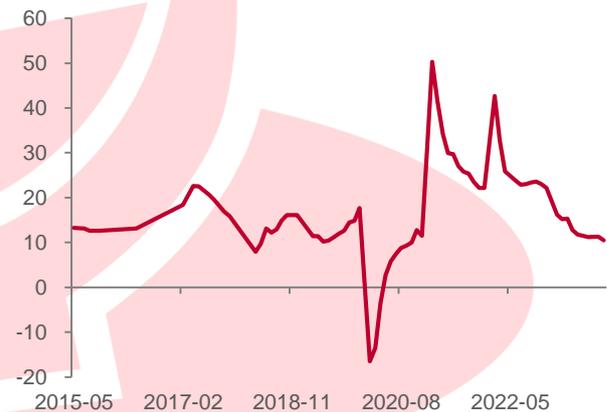
展望2024年，因产业链安全，自主可控驱动政府对制造业的政策支持持续，同时因中国中美将在2024进入补库周期，制造业投资将保持韧性，且增速将好于2023年。今年7月我国工业产成品存货同比增速开始磨底，我国第七轮库存周期将结束，从历史上看，一般补库周期持续在12月至28个月，弱周期为12月左右，强周期在28月左右，进入2024年，我国将迎来主动补库，利于经济基本面的修复。从目前来看，化工、纺织服装、设备制造等部分低库存行业已呈现企稳改善迹象。

图 68：制造业投资累计同比



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 69：高技术制造业投资累计同比



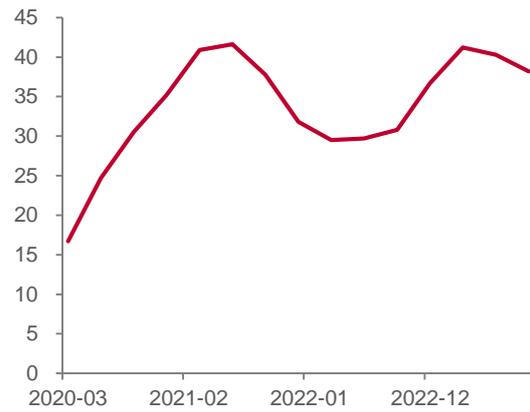
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 70: 工业企业利润总额



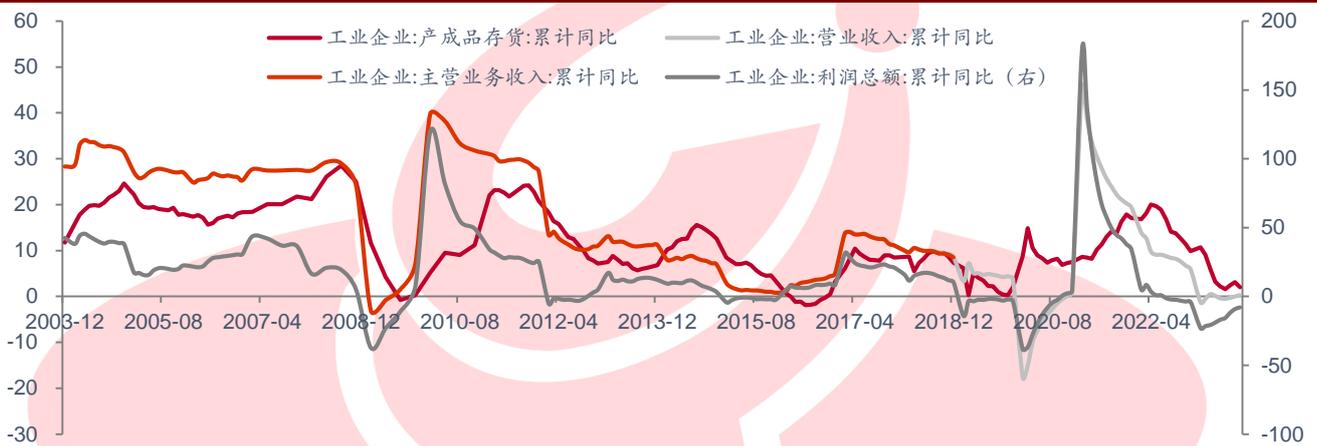
资料来源: Wind、创元投资咨询

图 71: 制造业中长期贷款余额同比



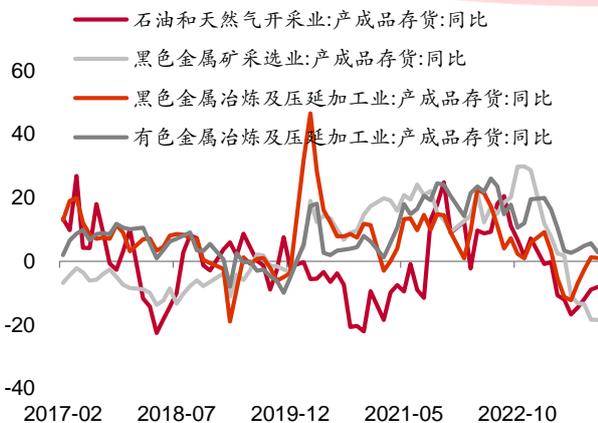
资料来源: Wind、创元投资咨询

图 72: 中国库存周期



资料来源: Wind、创元投资咨询

图 73: 上游



资料来源: Wind、创元投资咨询

图 74: 中游



资料来源: Wind、创元投资咨询

图 75：必须消费品



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 76：高科技产业



资料来源：Wind、创元投资咨询

2.5 美国进入补库将提振我国出口

2023 年我国出口呈现回落，主要原因在于疫情期间我国出口的高基数和海外高利率导致外需整体的回落。但从全球市场出口份额来看，2022 年我国全球出口商品份额为 14.429%，根据估算，2023 年上半年全球货币贸易量为 15.23 万亿美元，中国出口 10.15 万亿美元，占比 16.4%，相比去年要更高。这能显示出我国出口具备韧性。从历史上看，一般我国的出口增速与美国经济增速和库存周期基本保持一致，但在 2023 年我国出口和美库存周期呈现回落，但美 GDP 则上升。主要原因在于美 GDP 的走强主要依靠服务消费的拉动，商品对其支撑较弱，疫情过后，宅经济退潮，消费者回归服务消费。

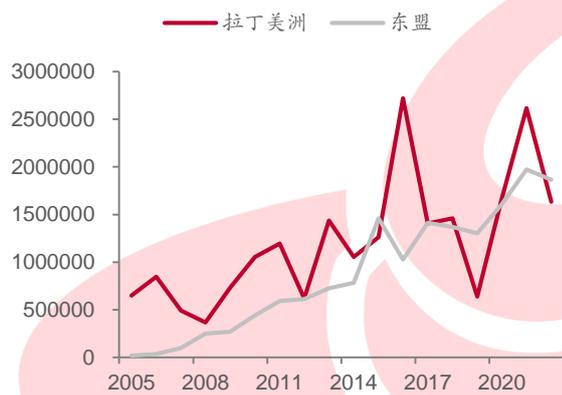
展望 2024 年，随着美国将进入主动补库周期，对我国的出口将会有所提振。同样虽然全球供应链处于重构中，但东盟和拉丁美洲承接了一些中国产业转移，对冲了一些负面影响。另外因我国产业结构升级，出口产品的竞争力上升，例如以新能源为代表的出口增速较快，出口占比提高，而“中国制造”的出海将继续带动我国的出口。

图 77：美国库存周期与中国出口



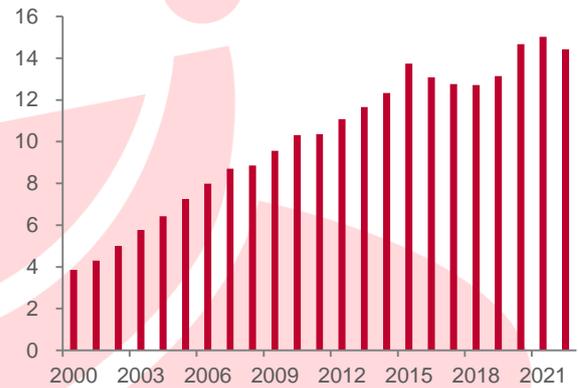
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 78：中国:对外直接投资流量



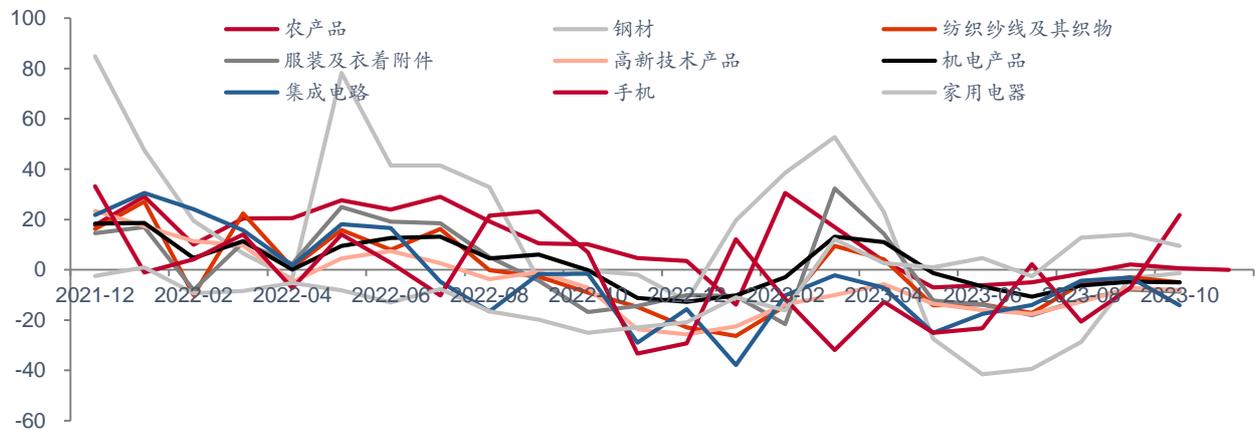
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 79：中国全球商品出口份额



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 80：分项出口同比增速



资料来源：Wind、创元投资咨询

2.6 通胀温和回升

2023 年因我国总需求修复不足，工业企业处于去库过程中，叠加大宗商品价格的回落，使得我国 CPI、PPI 呈现回落，CPI 由 2022 年 12 月的 1.8% 下降至 2023 年 11 月的 -0.5%，PPI 由 2022 年 12 月 -0.7% 下降至 2023 年 11 月的 -3%，经济面临通缩。

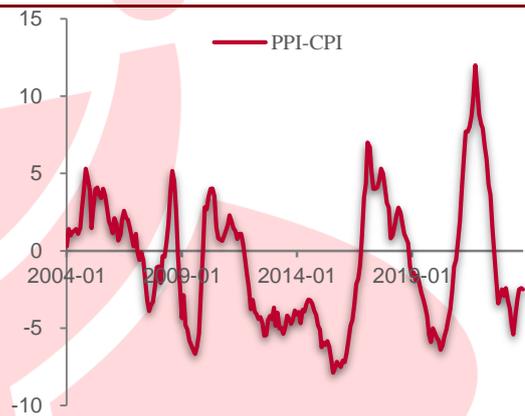
展望 2024 年随着我国供需矛盾得到缓解，工业企业进入补库，国际大宗商品的价格回升，PPI 价格会温和上行。而 CPI 在 PPI 回升下会受其带动，同样猪肉价格的回升也会推动 CPI 价格向上，经济通缩的状况会缓解。但通胀整体的修复程度要依靠总需求修复的情况来决定。

图 81: CPI 与 PPI



资料来源: Wind、创元投资咨询

图 82 PPI-CPI 剪刀差



资料来源: Wind、创元投资咨询

2.7 宏观政策延续宽松，但重结构高于总量

(1) 货币政策维持稳健，强调灵活适度、精准有效。

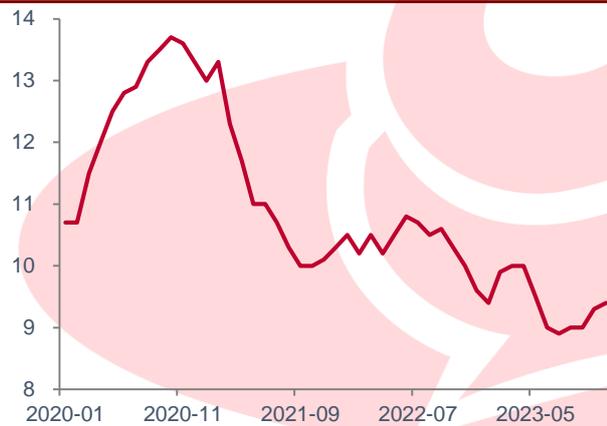
2023 年央行维持稳健的货币政策，但宽松的货币政策实施效果低于预期。2023 年法定准备金两次下调，1 年期 LPR 下调 2 次，累计下调 20BP，5 年期 LPR 下调 10BP，存款利率下调 10BP。房地产的信贷政策也进一步放松。但从实际效果来看，社融存量同比增速由 2022 年底的 9.6% 回落至 2023 年 1-10 月的 9.3%，人民币贷款余额同比增速也由 2022 年底的 11.1% 回落至 2023 年 1-10 月的 10.9%。

制约货币政策效果的原因有三点，第一在美联储大幅加息下，中美利差

倒挂幅度加深，同时美元指数推升，人民币汇率承压，资本外流的压力制约我国货币政策宽松幅度。其次房地产周期向下，证券、理财市场低迷，财富效应减弱，居民部门企业部门信心低迷，宽货币政策未推动宽信贷。第三虽然市场名义利率下调，但通胀水平偏低，一直处于回落的状况，导致实际利率偏高，是的宽货币效果不佳。

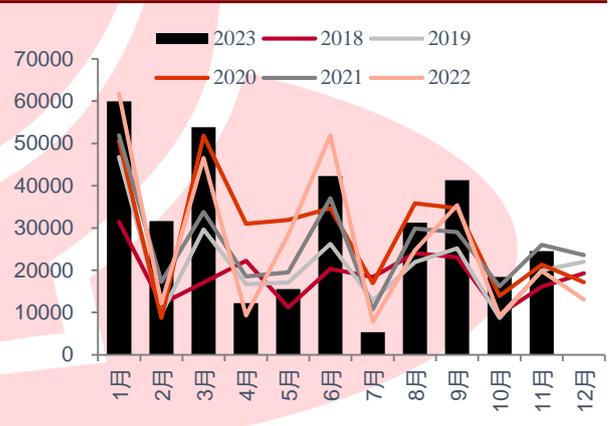
12月的中央经济工作会议中对于货币政策有新的定调。首先是从2023年的“精准有力”变为了“灵活适度、精准有效”，在2023年宽货币带来宽信用效果不佳下，2024年货币政策将会更加在结构上来调节，引导资金进入实体经济，结构优先于总量。其次则是强调了社会融资规模、货币供应和经济增长匹配。展望2024年，货币政策预期维持中性偏宽松的基调。而对于2023年制约因素来看，首先随着美联储加息步入尾声，且因经济的走弱而预防式降息，中美利差倒挂的压力减弱，人民币汇率贬值压力降低，对国内货币政策的掣肘降低。其次因实际利率偏高，2024年继续降准降息，降低名义利率的方式来降低实际利率。

图 83：社融增速



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 84 社融增量



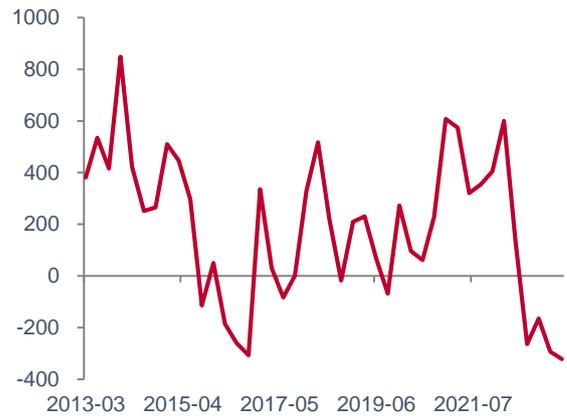
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 85：中、美债收益率和人民币汇率



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 86 直接投资净流入



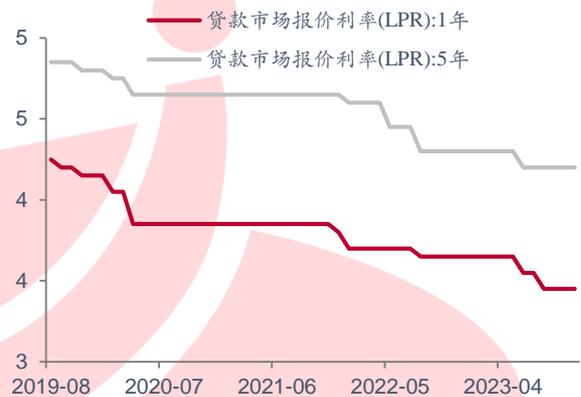
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 87：票据转贴现利率



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 88 贷款市场报价利率（LPR）



资料来源：Wind、创元投资咨询

2) 财政政策总基调适度加力，提质增效。

12 月的中央经济工作会议中对于财政政策定调将“加力提效”变为“适度加力，提质增效”。而适度加力则暗示 2024 年财政政策虽然会保持积极的基调，但会相对谨慎。2024 年财政政策会更加强调与货币政策的协同强化。重点在于支持房地产和帮助化解地方政府债务风险，以此来稳经济和调结构。

3) 中长期经济调结构背景会使宏观政策进一步发力

目前全球地缘政治复杂，去全球化使得各国更加注重自身的供应链安全，宽松的宏观政策是维护经济稳定的重要条件。对于国内，我国人口老龄化、居民杠杆较高、产业升级伴随的融资结构转型也需要宽松的宏观政策支持。展望 2024 年，在我国经济结构转型的过程中，我国的房地产政策将继续放松，地方政府化债也将持续，政策也将注重恢复居民部门和企业部门的信心，

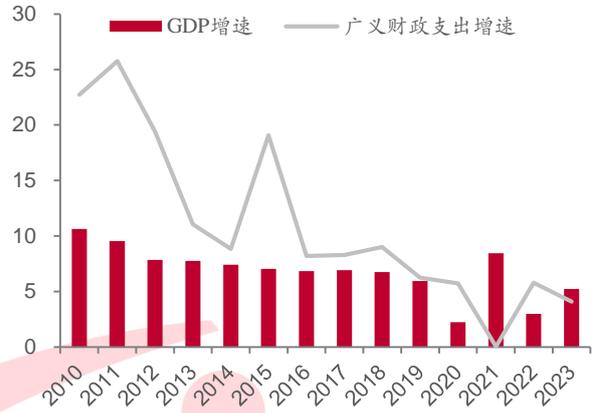
稳定居民收入预期，促进消费，带动企业部门投资，形成经济的良性循环。在我国面临的中长期结构问题下，宽松的宏观政策将进一步发力来支持我国经济的转型。

图 89：赤字率



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 90：2023 年前三季度广义财政支出低于 GDP 增长



资料来源：Wind、创元投资咨询

三、A 股投资策略

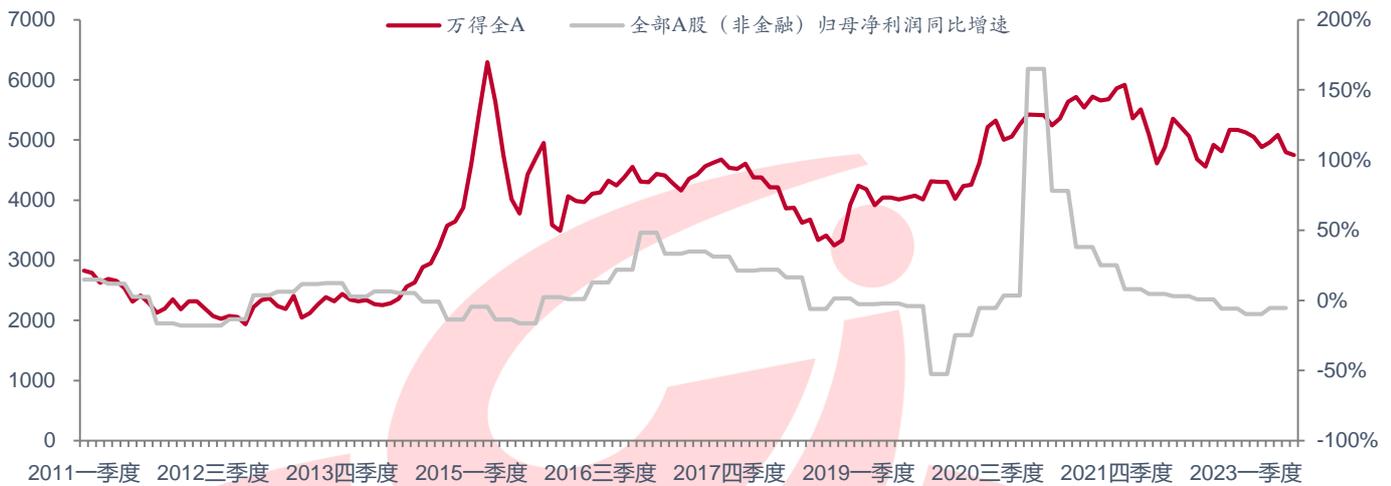
2023 年初美国经济陷入衰退，中国经济复苏的逻辑在美经济数据韧性和国内经济修复一波三折下逐步调整为美经济衰退和国内经济修复均不及预期。在 2023 年，我国在着手经济转型的过程中，中长期面临的灰犀牛问题开始显性化，人口、居民杠杆率等带来的房地产周期的向下拖累经济，同时监管层开始着手化解地方政府债务风险等，而这也使得 2023 年 A 股表现疲弱，呈现下跌的趋势。

展望 2024 年，宏观层面中国将延续处理在经济结构转型中的各种问题，面临的房地产和地方债务风险还会持续，货币政策和财政政策会协同发力来解决经济面临的问题。同时美国将进入补库周期，对我国出口拉动也会增强。在总需求逐步改善下，中国经济修复的趋势未变，但难以大幅上行。而 A 股的企业盈利端也将迎来小幅修复。而在流动性方面，2024 美联储紧缩政策也面临拐点，而这会使得中美利差的缩减，对人民币汇率和外资流出的压力会减轻，我国货币政策的压力会降低。总体宏观面情况将好于 2023 年。在 A 股估值端看，目前市场信心疲弱，各指数估值处于历史偏低水平，A 股市场下方空间有限，机会大于风险。在流动性保持宽松，且无大幅增量资金入场的背景下，预计 2024 年股指维持在 3000 点以上的宽幅震荡，结构性行情预期依旧是主流。注重成长风格的表现。同时在美联储转向宽松政策不及预期

时，关注高股息板块的阶段性表现。

企业盈利端逐缓慢回升：2023年我国经济修复低于预期，A股企业净利润增速在一季度有所回升后，二季度三季度转负。2024年美国将进入补库周期，对我国出口会有拉动，而国内宏观背景将延续2023年的状况，面临结构性问题，宏观政策将会着重于相关问题去发力。因此海内外情况利于企业盈利的改善，但因中长期问题难以短期解决，企业盈利难以大幅改善。

图 91：全部 A 股（非金融）归母净利润增速



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 92：除去金融、石油石化成分的全 A ROE



资料来源：Wind、创元投资咨询

流动性有所好转，但难以大幅改善：2024年美国联储的货币政策将迎来转向，但因经济的软着陆和中枢利率的上移，美债收益率回落幅度有限，将保持的高位震荡。而国内流动性将维持宽松，中债收益率将保持的低位。中美

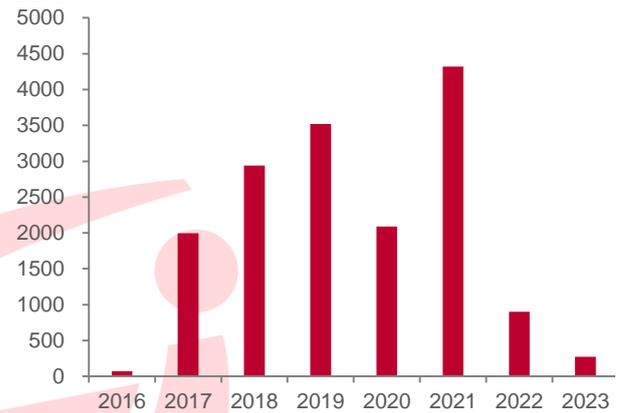
利差相比 2023 年要有所收窄，但幅度有限，2024 年外资流入的情况要比 2023 年要好，但总体难以对 A 股市场形成增量资金支持。国内流动性方面，目前公募基金发行较少，IPO 发行也回落，但总体资金处于平衡状况，未形成大幅增量资金。另外因目前 A 股估值处于底部区域，对中长期资金吸引力在加大，另外目前 A 股也处于转型中，监管层政策层面会鼓励中长期资金的入场，2024 年关注险资、社保等中长期资金对 A 股的配置。

图 93：美元回流美国



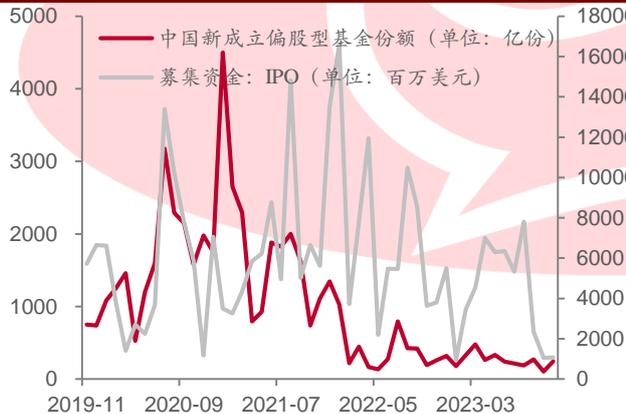
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 94：北上资金净流入



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 95：公募基金发行和 IPO 募集金额



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 96：保险资金持有股票市值

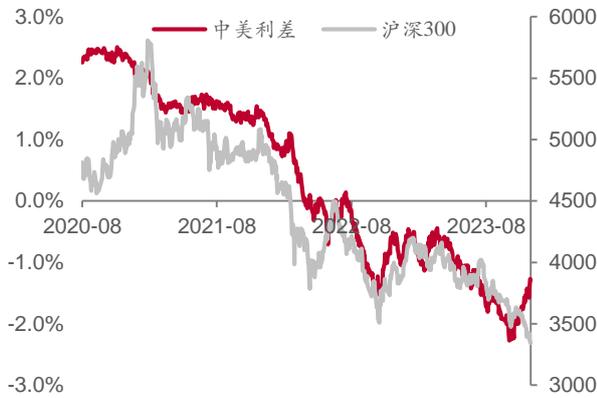


资料来源：Wind、创元投资咨询

市场风格：中美利差的扩大对我国沪深 300 为代表的核心资产压力较大，2024 年中美利差虽然会有所收窄，但依旧还是处于倒挂中，资金对大盘的压力依旧存在。另外目前大小盘风格处于历史的均值附近，小盘风格依旧会有占优的空间和时间。对于成长和价值来看，因国内经济的弱修复，成长板块受宏观经济影响较小，另外叠加国内流动性的宽松，外围美债上方有顶，预计成长板块的表现将好于价值。全年关注 TMT 板块。同样在美联储紧缩

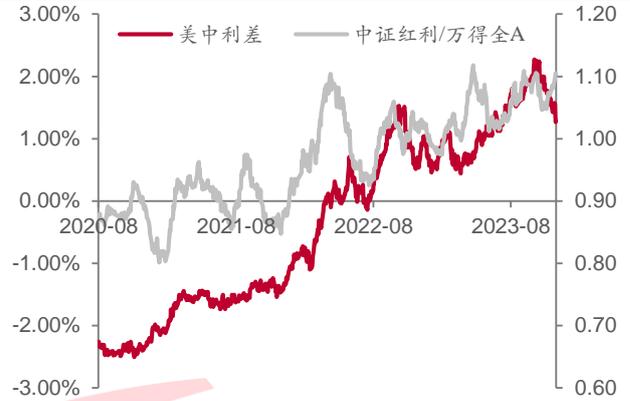
政策边际转换的过程中，例如宽松预期阶段性转为紧缩时，因防风险的需求，具备稳定现金流的高股息指数值得关注。

图 97：中美利差和沪深 300 指数



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 98：中美利差扩大高股息策略占优



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 99：大盘指数/小盘指数相对走势



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 100：半导体盈利回升与半导体指数一致



资料来源：Wind、创元投资咨询

各指数估值处于历史偏低水平：截止至 2023 年 12 月 15 日市场主要指数的估值均处于历史偏低水平。上证指数处于历史分位的 35.23%，深成指数处于历史分位数的 34.72%，沪深 300 处于 12.25%，中证 500 处于 30.94%，创业板指则 1%都不到。另外各指数与历史上重要底部时间对比，市盈率相差不大。A 股目前的性价比极高，机会大于风险。

图 101: 全部 A 股 (非金融) 归母净利润增速

| 2023/12/15 | 市盈率 | | | 市净率 | | 股息率 | | 财务杠杆率 | 利润 | |
|------------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| | PE-TTM | | | PB-LF | | 当前值 | 分位数 | | 毛利率 | 净利率 |
| | 当前值 | 均值 | 分位数 | 当前值 | 分位数 | | | | | |
| 万得全A | 16.47 | 17.62 | 37.97% | 1.46 | 2.89% | 2.20% | 92.05% | 83.19% | 17.60% | 8.89% |
| 上证指数 | 12.33 | 13.41 | 35.23% | 1.20 | 0.79% | 2.87% | 91.61% | 85.55% | 16.90% | 9.93% |
| 深证成指 | 20.60 | 24.07 | 34.72% | 2.08 | 15.42% | 1.66% | 91.73% | 70.38% | 20.45% | 8.32% |
| 中小综指 | 35.10 | 41.71 | 28.24% | 2.20 | 2.26% | 1.37% | 99.40% | 67.66% | 19.39% | 6.38% |
| 创业板指 | 27.25 | 50.95 | 0.70% | 3.70 | 16.69% | 0.94% | 92.81% | 53.00% | 24.25% | 10.73% |
| 上证50 | 8.92 | 10.13 | 20.22% | 1.03 | 0.48% | 4.43% | 99.65% | 87.00% | 18.77% | 10.68% |
| 中证100 | 11.92 | 11.12 | 68.11% | 1.43 | 51.00% | 3.43% | 88.62% | 80.64% | 19.90% | 9.55% |
| 沪深300 | 10.56 | 12.25 | 20.57% | 1.17 | 1.14% | 3.22% | 94.18% | 86.76% | 18.51% | 11.47% |
| 中证500 | 21.95 | 30.94 | 16.57% | 1.68 | 9.30% | 1.81% | 92.40% | 68.31% | 14.45% | 5.78% |
| 中证1000 | 35.59 | 48.19 | 33.56% | 2.03 | 6.91% | 1.22% | 94.62% | 62.99% | 15.87% | 4.58% |

资料来源: Wind、创元投资咨询

图 102: 全部 A 股 (非金融) 归母净利润增速

| | 当前水平 | 2022年10月 | 2022年4月 | 2020年 | 2019年 | 2018年 | 2016年 | 2013年 | 2012年 | 2008年 | 2005年 |
|--------|-------|----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 点位 | | | | | | | | | | | |
| 上证指数 | | 2893 | 2886 | 2660 | 2464 | 2486 | 2736 | 1950 | 1975 | 1772 | 1011 |
| 市盈率 | | | | | | | | | | | |
| 上证指数 | 12.43 | 11.36 | 11.21 | 11.48 | 10.86 | 11.13 | 12.87 | 9.64 | 10.24 | 13.49 | 16.45 |
| 深证成指 | 20.80 | 24.01 | 20.78 | 23.18 | 15.89 | 16.16 | 28.41 | 13.61 | 14.19 | 11.30 | 10.41 |
| 中小综指 | 35.33 | 39.69 | 28.76 | 38.86 | 22.85 | 22.67 | 48.31 | 31.17 | 24.01 | 16.49 | - |
| 创业板指 | 27.59 | 37.41 | 40.08 | 50.01 | 27.58 | 27.04 | 54.86 | 48.90 | 29.15 | - | - |
| 上证50 | 9.00 | 8.31 | 9.53 | 8.38 | 8.42 | 9.33 | 8.54 | 7.67 | 8.77 | 12.74 | 12.38 |
| 中证100 | 12.00 | 11.09 | 10.22 | 9.52 | 9.46 | 10.03 | 9.19 | 7.67 | 8.62 | 12.75 | 0.00 |
| 沪深300 | 10.65 | 10.29 | 11.25 | 10.71 | 10.09 | 10.47 | 10.93 | 8.88 | 9.60 | 12.80 | 12.85 |
| 中证500 | 22.16 | 22.08 | 15.60 | 24.15 | 16.00 | 16.65 | 39.46 | 28.58 | 26.42 | 17.79 | - |
| 中证1000 | 35.95 | 28.62 | 24.02 | 37.09 | 21.17 | 18.94 | 69.85 | - | - | - | - |

资料来源: Wind、创元投资咨询

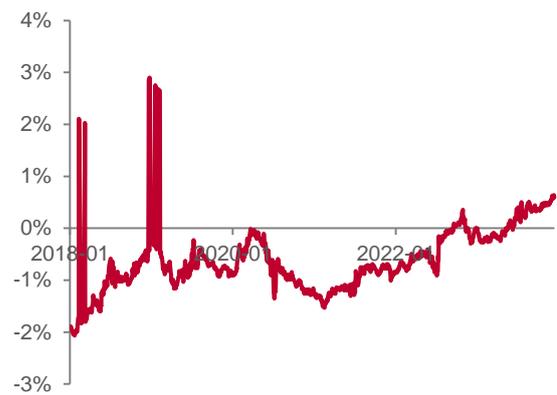
A 股风险溢价处于高位, 后续将回落: 权益市场风险溢价目前处于上升趋势中, 且处于高位。A 股市场风险溢价水平出现持续下降趋势, 市场风险偏好开始回升。股债性价比来看, 目前沪深 300 股债相对回报率处于较高水平, 权益市场投资回报优于债券。数据均利多 A 股后续的回升。

图 103: A 股风险溢价指数: 股息率-10 年国债



资料来源: Wind、创元投资咨询

图 104: 股债相对回报率



资料来源: Wind、创元投资咨询

A 股节奏: 2024 年 A 股机会大于风险, 在流动性保持宽松, 且无大幅增量资金入场的背景下, 预计 2024 年股指维持在 3000 点以上的宽幅震荡, 结构性行情预期依旧是主流。注重成长风格的表现。同时在美联储转向宽松政策不及预期时, 关注高股息板块的阶段性表现。节奏上看, 外围美国将在 1 月进入主动补库周期; 美国大选, 财政政策在 Q1 发力; 另外叠加美联储货币政策转向预期, 利好美股。而我国 Q1 也已经进入补库周期, 且政策预期较强, Q1 外围和 A 股预期一起上行。美国居民超额储蓄将在 2024Q1 消耗殆尽, 另外美国 1 年的银行定期融资计划 (BTFP) 将在 3 月到期, Q2 市场对美联储降息预期面临考验, 如外围美联储货币政策转向不及预期将利空我国 A 股走势。同时 Q2 我国面临经济修复的数据考验。A 股走势将弱于 Q1, 关注高股息板块是否有阶段性表现。进入下半年, 美联储或在失业率和通胀双重目标中正式开启预防式降息, 在外围降压下, 国内流动性保持充沛, 考验我国经济修复幅度, 成长板块的结构性行情持续。

风险提示: 海外经济陷入衰退, 国内宏观政策不及预期, 房地产、地方政府债务风险加剧

创元期货股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备期货投资咨询业务资格，核准批文：苏证监期货字[2013]99号。

免责声明：

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

| 分支机构名称 | 服务与投诉电话 | 详细地址(邮编) |
|---------|---------------|--|
| 总部市场一部 | 0512-68296092 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 总部市场二部 | 0512-68363021 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 机构事业部 | 15013598120 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 营销管理总部 | 0512-68293392 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 北京分公司 | 010-59575689 | 北京市东城区北三环东路 36 号 1 号楼 B1209 房间 (100013) |
| 北京第二分公司 | 010-68002268 | 北京市海淀区蓝靛厂东路 2 号院 2 号楼 (金源时代商务中心 2 号楼) 7 层 1 单元 (A 座) 8G (100089) |
| 上海分公司 | 021-68409339 | 中国 (上海) 自由贸易试验区松林路 357 号 22 层 A、B 座 (200120) |
| 上海第二分公司 | 021-61935298 | 中国 (上海) 自由贸易试验区浦东南路 360 号 5 层 510、512 室 (200127) |
| 广州分公司 | 020-85279903 | 广州市天河区华夏路 30 号 3404 室 (510620) |
| 深圳分公司 | 0755-23987651 | 深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000) |
| 浙江分公司 | 0571-88077993 | 杭州市上城区五星路 198 号瑞晶国际商务中心 2404 室 (310016) |
| 大连分公司 | 0411-84990496 | 大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号房间 (116023) |
| 重庆分公司 | 023-88754494 | 重庆市渝北区新溉大道 101 号中渝香泰公馆 7 幢 20-办公 4 (401147) |
| 南京分公司 | 025-85516106 | 南京市建邺区江东中路 229 号 1 幢 605-606 室 (210019) |
| 山东分公司 | 0531-88755581 | 中国 (山东) 自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金城万科中心 A 座 1001 室 (250101) |
| 烟台分公司 | 0535-2151416 | 山东省烟台市芝罘区南大街 11 号 25A03, 25A05 号 (264001) |
| 新疆分公司 | 0991-3741886 | 新疆乌鲁木齐市经济技术开发区玄武湖路 555 号万达中心 C3308、C3309、C3310 (83000) |
| 南宁分公司 | 0771-3101686 | 南宁市青秀区金浦路 22 号名都苑 1 号楼 1413 号 (530022) |
| 四川分公司 | 028-85196103 | 中国 (四川) 自由贸易试验区成都高新区天府大道北段 28 号 1 栋 1 单元 33 楼 3308 号 (610041) |
| 淄博营业部 | 0533-7985866 | 山东省淄博市张店区房镇镇北京路与华光路交叉口西南角鼎成大厦 25 层 2506 室 (255090) |
| 日照营业部 | 0633-5511888 | 日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800) |
| 郑州营业部 | 0371-65611863 | 郑州市未来大道 69 号未来公寓 301、302、303、305、316 (450008) |
| 合肥营业部 | 0551-63658167 | 安徽省合肥市蜀山区潜山路 888 号百利商务中心 1 号楼 06 层 11 室 (246300) |
| 徐州营业部 | 0516-83109555 | 徐州市和平路帝都大厦 1#-1-1805 (221000) |
| 南通营业部 | 0513-89070101 | 南通市崇川路 58 号 5 号楼 1802 室 (226001) |
| 常州营业部 | 0519-89965816 | 常州市新北区太湖东路常发商业广场 5-2502、5-2503、5-2504、5-2505 部分室 (213002) |
| 无锡营业部 | 0510-82620193 | 无锡市梁溪路 51-1501 (214000) |
| 张家港营业部 | 0512-35006552 | 张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215600) |
| 常熟营业部 | 0512-52868915 | 常熟市金沙江路 18 号星海凯尔顿广场 6 幢 104 (215505) |
| 吴江营业部 | 0512-63803977 | 苏州市吴江区开平路 4088 号东太湖商务中心 1 幢 108-602 (215299) |

| 分支机构名称 | 服务与投诉电话 | 详细地址(邮编) |
|----------|---------------|---|
| 客户服务中心 | 400-700-0880 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 信息技术管理总部 | 0512-68288206 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 总部市场一部 | 0512-68296092 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 总部市场二部 | 0512-68363021 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 机构事业部 | 0512-68292842 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 投资咨询总部 | 0512-68656937 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 资产管理总部 | 0512-68363010 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 结算风控总部 | 0512-68293758 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 合规稽核总部 | 0512-68017927 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 营销管理总部 | 0512-68276671 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 风险管理子公司 | 0512-68286310 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 北京分公司 | 010-59575689 | 北京市东城区北三环东路 36 号 1 号楼 B1209 房间 (100013) |
| 北京第二分公司 | 010-68002268 | 北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 23 层 05-06 号 (100089) |
| 上海分公司 | 021-68409339 | 中国(上海)自由贸易试验区松林路 357 号 22 层 A、B 座 (200120) |
| 上海第二分公司 | 021-61935298 | 中国(上海)自由贸易试验区浦东南路 360 号 5 层 512 室 (200127) |
| 广州分公司 | 020-85279903 | 广州市天河区华夏路 30 号 3404 室 (510620) |
| 深圳分公司 | 0755-23987651 | 深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000) |
| 浙江分公司 | 0571-88077993 | 杭州市上城区五星路 198 号瑞鼎国际商务中心 2404 室 (310016) |
| 大连分公司 | 0411-84990496 | 大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号房间 (116023) |
| 重庆分公司 | 023-88754494 | 重庆市渝北区新溉大道 101 号中渝香茶公馆 7 幢 20-办公 4 (401147) |
| 南京分公司 | 025-85516106 | 南京市建邺区庐山路 168 号 1107 室 (210019) |
| 山东分公司 | 0531-88755581 | 中国(山东)自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金域万科中心 A 座 1001 室 (250101) |
| 烟台分公司 | 0535-2151416 | 山东省烟台市芝罘区南大街 11 号 25A03, 25A05 号 (264001) |
| 新疆分公司 | 0991-3741886 | 新疆乌鲁木齐市经济技术开发区玄武湖路 555 号万达中心 C3308、C3309、C3310 (83000) |
| 南宁分公司 | 0771-3101686 | 南宁市青秀区金浦路 22 号名都苑 1 号楼 1413 号 (530022) |
| 四川分公司 | 028-85196103 | 中国(四川)自由贸易试验区成都高新区天府大道北段 28 号 1 栋 1 单元 33 楼 3308 号 (610041) |
| 淄博营业部 | 0533-7985866 | 山东省淄博市张店区华光路 77 号汇美福安商务楼 5 楼 (255022) |
| 日照营业部 | 0633-5511888 | 日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800) |
| 郑州营业部 | 0371-65611863 | 郑州市未来大道 69 号未来公寓 301、302、303、305、316(450008) |
| 合肥营业部 | 0551-63658167 | 安徽省合肥市蜀山区潜山路 888 号百利商务中心 1 号楼 06 层 11 室 (246300) |
| 徐州营业部 | 0516-83109555 | 徐州市和平路帝都大厦 1#-1-1805(221000) |
| 南通营业部 | 0513-89070101 | 南通市崇川路 58 号 5 号楼 1802 室(226001) |
| 常州营业部 | 0519-89965816 | 常州市新北区太湖东路常发商业广场 5-2502、5-2503、5-2504、5-2505 部分室 (213002) |
| 无锡营业部 | 0510-82620193 | 无锡市中山路 676-501 室 (214043) |
| 张家港营业部 | 0512-35006552 | 张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215600) |
| 常熟营业部 | 0512-52868915 | 常熟市金沙江路 11 号中汇商业广场 102(215500) |
| 吴江营业部 | 0512-63803977 | 江苏省苏州市吴江区东太湖大道 7070 号亨通大厦总部经济中心办公楼 1610 号(215200) |